

Fondos de Inversión y Agencias de Calificación. Elaboración del Rating.

Estudio empírico: Congruencia de las calificaciones Morningstar Rating™ y Morningstar Analyst Rating™.



Autor: Manuel Mota Coca

Tutor: Rafael López García

Junio 2017

Administración y Dirección de Empresas

Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

INDICE

1. Introducción	pp. 3-5
2. Resumen/Abstract	pp. 6-7
3. Instituciones de Inversión Colectiva	pp. 8-9
4. Sociedades de Inversión	pp. 9-10
5. Fondos de Inversión	pp. 10-19
5.1 Elementos institucionales	pp. 12-15
5.2 Funcionamiento.	pp. 15-17
5.3 Tipos de fondos de inversión mobiliarios	pp. 17-19
5.3.1 Según el reparto de la rentabilidad	pp. 17-18
5.3.2 Según su vocación inversora	pp. 18-19
6. El rating y las agencias de calificación	pp. 19-26
6.1 El rating	pp. 20-23
6.2 Las Agencias de Rating en la Unión Europea	pp. 23-26
7. Calificación de Fondos de Inversión por Agencias de Rating	pp. 27-39
7.1 Proceso de calificación	pp. 27-28
7.2 Criterios de calificación según Standard and Poor's	pp. 29-33
7.3 Criterios de calificación según Moody's	pp. 33-37
7.3.1 Calificación de Fondos de Inversión de renta fija según Moody's.	pp. 33-34
7.3.2 Calificación de Fondos de renta mixta y variable según Moody's	pp. 35-36
7.3.3 Calificación de Fondos del mercado monetario según Moody's	pp. 36-37
7.4 Criterios de calificación según Fitch Ratings	pp. 37-39
8. Otras instituciones de análisis y calificación de fondos de inversión	pp. 40-44
8.1 Morningstar, Inc	pp. 41-43
8.1.1 Morningstar Rating™	pp. 40-41
8.1.2 Morningstar Analyst Rating™	pp. 41-43
8.2 VDOS	pp. 43-44
9. Estudio empírico	pp. 44-50
9.1 Metodología	pp. 44-46
9.2 Resultados	pp. 46-49
9.3 Limitaciones y estudios futuros	pp. 49-50
10. Conclusiones	pp. 51-53
11. Bibliografía	pp. 54-56
Anexo I: Muestra del estudio empírico	pp. 57-59

Índice de figuras y tablas

Figuras

<i>Figura 5.1: Evolución del patrimonio total de los Fondos de Inversión en España</i>	p. 11
<i>Figura 5.2: Relación de los elementos institucionales con el Fondo de Inversión</i>	p. 15
<i>Figura 6.2: Reparto de la cuota de mercado europeo de las Agencias de Rating, año 2015</i>	p. 24
<i>Figura 6.3: Requisitos de la metodología de Rating</i>	p. 26
<i>Figura 7.1: Etapas del proceso de calificación de Fondos de Inversión</i>	p. 28
<i>Figura 7.2: Tarjeta de puntuación para Fondos de Renta Variable y Mixta según Moody's</i>	p. 36

Tablas

<i>Tabla 7.1 Calificación de Fondos de Inversión según su calidad crediticia - S&P's</i>	p. 31
<i>Tabla 7.2 Calificación de Fondos de Inversión según su volatilidad - S&P's</i>	p. 32
<i>Tabla 7.3 Calificación de Fondos de Inversión según estabilidad del principal - S&P's</i>	p. 32
<i>Tabla 7.4 Calificación de Fondos de Renta Fija - Moody's</i>	p. 34
<i>Tabla 7.5 Calificación de Fondos de Renta Variable y Mixta - Moody's</i>	p. 36
<i>Tabla 7.6 Calificación de Fondos del Mercado Monetario - Moody's</i>	p. 37
<i>Tabla 7.7 Calificación de Fondos de Inversión - Fitch Ratings</i>	p. 39
<i>Tabla 8.1 Calificación de fondos de inversión según Morningstar Rating™</i>	p. 41
<i>Tabla 8.2 Calificación de fondos de inversión según Morningstar Analyst Rating™</i>	p. 43
<i>Tabla 8.3 Escala de calificaciones de Fondos de inversión -VDOS</i>	p. 44
<i>Tabla 9.1 Definición y descripción de variables</i>	p. 45
<i>Tabla 9.2 Transformación numérica de las calificaciones de Morningstar</i>	p. 46
<i>Tabla 9.3 Resultados Tabla de Contingencia: Morningstar Rating y Morningstar Analyst Rating</i> .	p. 47
<i>Tabla 9.4 Resultados del MRLS entre Morningstar Rating y Rentabilidad</i>	p. 47
<i>Tabla 9.5 Resultados del MRLS entre Morningstar Analyst Rating y Rentabilidad</i>	p. 48
<i>Tabla 9.6 Comparativa de modelos. Análisis entre Morningstar Rating y Rentabilidad</i>	p. 49
<i>Tabla 9.7 Comparativa de modelos. Análisis entre Morningstar Analyst Rating y Rentabilidad</i> .	p. 50

1. Introducción.

En las últimas décadas, se ha apreciado como el sistema económico mundial ha ido transformándose junto al conjunto de sociedades por el efecto del desarrollo tecnológico y a consecuencia de un largo periodo de paz a nivel internacional, el cual ha favorecido la consolidación de las relaciones internacionales políticas y económicas entre el conjunto de Estados. Esta tendencia tuvo repercusión en numerosos mercados, como el de transacciones de bienes y servicios, donde se apreció cómo el volumen monetario de las actividades comerciales se incrementaba gracias a la reducción sistemática de aranceles y el desarrollo de los medios de comunicación y transportes.

El mercado financiero también se vería favorecido por este contexto. El clima de confianza vigente favorecía las transacciones de capital y la inversión transfronteriza. Sin embargo, la mayor implicación en el movimiento de capitales se vio motivada por el avance tecnológico que supuso la aplicación de internet haciendo factible la ejecución de transacciones monetarias de dimensiones desorbitadas en cuestión de segundos. Esto transformó el modelo de inversión imperante hasta la fecha, permitiendo el desarrollo de nuevos productos financieros y el acceso directo y sencillo al mercado de nuevos ahorradores, independientemente de su localización y conocimientos de inversión.

Entre la multiplicidad de productos financieros desarrollados en el mercado en último siglo, cabe destacar la importancia acaparada por las Instituciones de Inversión Colectiva (en adelante, IIC). Estas instituciones, únicamente en España, acumulan un patrimonio de 364.964 millones de euros consolidándose como una de las vías de inversión más notorias del actual panorama financiero nacional.

Dentro de estas instituciones, los fondos de inversión juegan un papel fundamental en la canalización de los ahorros de pequeños y grandes inversionistas tanto a nivel nacional como internacional. Algunas cifras que sirven como referencia de la notoriedad de los fondos de inversión en la economía es el volumen de activo de los fondos de inversión de carácter mobiliarios, valorado en 235.341 millones de euros a finales de 2.016. Teniendo en cuenta el Producto Interior Bruto de España en ese mismo año, 1.113.851 millones de euros según el Instituto Nacional de Estadística, el volumen de activo de los fondos de inversión representaría un 21,13% del PIB nacional del pasado año.

Otro punto a destacar de este producto es la confianza que los ahorradores depositan en ellos a la hora de materializar sus inversiones. Se puede apreciar una tendencia nacional ascendente en el volumen de su patrimonio en los últimos cuatro años, del cual “el 80% del aumento del volumen de activos se ha debido a las suscripciones netas, mientras que el 20% restante se originó por rendimientos positivos de sus activos de cartera” (INVERCO, 2017).

Otro dato revelador de las tendencias de inversión en España, es el aumento progresivo del número de inversores en fondos de inversión mobiliaria, el cual se situó el pasado febrero de 2.016 en 7.613.657 ahorradores, con una variación interanual de 12%.

Su importancia y repercusión en los mercados financieros hace de los fondos de inversión un producto interesante de estudio y análisis. Mediante el presente trabajo se pretende ofrecer un marco teórico general sobre los fondos de inversión de carácter mobiliario, que albergará tanto su estructura, funcionamiento y agentes involucrados, así como una breve síntesis del marco normativo que hace posible su actividad de forma regulada y transparente en los diversos mercados que se comercializan.

Como se ha expuesto anteriormente, los fondos de inversión son productos altamente demandados por un gran número de inversores. Al tratarse de productos masificados, de fácil acceso y ofertados por múltiples compañías, es común que los ahorradores que deciden poner sus ahorros en manos de estos fondos no tengan información veraz y completa sobre la totalidad de ofertas existentes en el mercado. Para poder facilitar la información a los grandes y pequeños inversores intervienen las agencias de calificación, las cuales mediante un sencillo sistema de escalas ofrecen una opinión o recomendación de inversión sobre el producto financiero en cuestión.

Con motivo del impacto que pueden llegar a tener las agencias de rating en la toma de decisiones de inversión por parte de los ahorradores, se pretende exponer las ventajas que supone la existencia de estas compañías en los mercados financieros. Además, se define el actual marco normativo que rige a las agencias de calificación en materia de comunicación, transparencia y límites de actuación.

La labor de estas instituciones de calificación ha sido cuestionada en diversos momentos históricos y ha dado lugar a profundos debates entre las altas esferas políticas y económicas. Con el detonante de la crisis de 2.008, desde la Unión Europea se decidió establecer un marco legislativo que sometiera a las agencias de calificación a una normativa que fomentase la transparencia en un sector del rating, hasta entonces hermético. Poder apreciar la funcionalidad y métodos de elaboración de las calificaciones por estas agencias no hubiese sido posible sin la vigente legislación propuesta por el parlamento europeo.

Gracias a la imperante normativa, el hermetismo que caracterizaban a las agencias se ha ido minorando. En algunos casos, se ha procedido a publicar las metodologías de elaboración de sus ratings favoreciendo que los inversores vuelvan a depositar su confianza y, por ende, sus ahorros en los productos que estas califican.

El presente trabajo recoge la metodología de elaboración de rating de las principales agencias, Standard and Poor's, Moody's y Fitch Ratings, conocidas como Big Three en el sector al representar gran parte de la cuota de mercado. En el sector de calificación de fondos de inversión también coexisten las agencias de rating con otras instituciones analistas y calificadoras, donde destaca Morningstar, institución pionera en la calificación de fondos de inversión.

La actividad de rating, tanto fondos de inversión como de otros productos en general, al ser una actividad firmemente discutida y constantemente en el punto de mira por medios de comunicación y círculos políticos y económicos, propone un contexto idóneo a la par que controvertido para la realización de un estudio empírico. De esta forma, el presente trabajo se cierra a través de un estudio sobre los ratings otorgados por la institución Morningstar con el fin de contrastar su veraz funcionamiento.

2. Resumen/Abstract.

RESUMEN

Los fondos de inversión se posicionan en los mercados financieros como uno de los principales productos financieros en la canalización de ahorros. Las ventajas fiscales, la amplia taxonomía de fondos y la gestión especializada que ofrece la Sociedad Gestora consiguen la atracción de múltiples ahorradores, especialmente la de aquellos con conocimientos limitados de inversión. En la facilitación de información sobre las diversas alternativas de fondos, se concluye que las Agencias de Rating emiten una opinión sobre su calidad de forma condensada en una calificación que beneficia tanto al inversor como a otros agentes del mercado.

Las referencias históricas sitúan a estas Agencias en un sector controvertido. El poder de influencia que ostentan en los mercados financieros junto a otros acontecimientos polémicos donde se vieron involucrados, como la quiebra de Lehman Brothers, llevaron a la Unión Europea a establecer un marco legislativo que regulase el sector. De la siguiente forma, se expone los rasgos más significativos del marco normativo en materia de transparencia, comunicación y funcionamiento general del sector de rating que ha propiciado la reducción del hermetismo propio a las Agencias.

Dada la importancia del rating y gracias al impacto de la normativa europea en materia de transparencia, se expone las diversas metodologías de elaboración de las calificaciones por las tres Agencias registradas con mayor cuota de mercado, Standard & Poor's, Moody's y Fitch Ratings, y otras instituciones de análisis y calificación de fondos de inversión, donde destaca Morningstar. Con el objeto de verificar la congruencia entre los procedimientos y criterios de elaboración con la calificación otorgada, el trabajo concluye con un estudio empírico basado en un análisis estadístico descriptivo de las calificaciones Morningstar RatingTM y Morningstar Analyst RatingTM sobre fondos de inversión elaboradas por la institución Morningstar Inc.

Palabras claves: *Fondos de Inversión, Rating, Agencias de rating.*

ABSTRACT

Investment funds are positioned in the financial markets as one of the main financial products in the channeling of savings. The tax advantages, the wide taxonomy of funds and the specialized management offered by the Management Company attract many savers, especially those with limited investment knowledge. In the provision of information on the various fund alternatives, it is concluded that the Rating Agencies issue an opinion on their quality in a condensed form in a rating that benefits both the investor and other market agents.

Historical references place these Agencies in a controversial sector. The power of influence they have in the financial markets along with other controversial events where they were involved, such as the bankruptcy of Lehman Brothers, led the European Union to establish a legislative framework to regulate the sector. The most significant features of the regulatory framework in terms of transparency, communication and general functioning of the rating sector are presented below, which has led to the reduction of the Agencies' secrecy.

Due to the importance of the rating and thanks to the impact of the European transparency regulations, rating methodologies of Standard & Poor's, Moody's and Fitch Ratings, and others institutions of analysis and qualification of investment funds, where Morningstar highlights, are exposed. In order to verify the consistency between the procedures and the elaboration criteria, the study concludes with an empirical study based on a descriptive statistical analysis of Morningstar RatingTM and Morningstar Analyst RatingTM on investment funds elaborated by the Morningstar Institution.

Key words: *Mutual Funds, Rating, Rating Agencies.*

3. Las Instituciones de Inversión Colectiva.

Las Instituciones de Inversión Colectiva (IIC) nacen como alternativa a los tradicionales mecanismos de inversión. En nuestro país, ya conocido el funcionamiento de productos financieros similares en el mercado anglosajón, fueron introducidas con la idea “dotar al mercado de instituciones capaces de impulsar el desarrollo financiero del país, que es lo que ha llevado a la concesión de beneficios fiscales” (Soldevilla García, 1999, p. 25).

Conforme al artículo 1 de la Ley 35/2003 sobre Instituciones de Inversión Colectiva son aquellas cuyo objeto son “la captación de fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos, financieros o no, siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos”. Estas entidades podrán ser de carácter financiero o no, pudiendo revestir la forma de fondo de inversión o sociedad de inversión.

Atendiendo a las obligaciones que les corresponden, deberán cumplir con los tres principios de política de inversión imperantes en el sector financiero:

- **Liquidez:** debiendo asegurar liquidez suficiente en función de su naturaleza y de la de los activos, de forma que se puedan vender rápidamente y atender los reembolsos en los plazos estipulados por la normativa.
- **Transparencia:** estas instituciones deben mostrar con claridad la política de inversiones que llevará en todo momento. Por este motivo, surgen obligaciones como la elaboración de folletos informativos donde se plasme su perfil de inversión.
- **Dispersión del riesgo:** como recoge la vigente legislación, las IIC deben diversificar su cartera de inversión en aras de limitar la concentración del riesgo.

Como ha sido expuesto anteriormente, las IIC ofrecen numerosas ventajas a los inversores individuales, que consideran cómo un tratamiento fiscal más favorable respecto otros activos financieros hace de los fondos y sociedades de inversión una gran alternativa de inversión. Por otro lado, reportan un mayor poder de negociación al agrupar un gran número de inversores, lo que les permite tener unas mejores condiciones de negociación y una notable reducción de costes asociados a los trámites y gestiones. Atendiendo al principio de dispersión del riesgo, otro beneficio que las IIC reportan a los inversores es la posibilidad de depositar pequeñas cantidades en diversos activos, teniendo acceso a una cartera altamente diversificada y, a su vez, gestionada por profesionales especializados en los mercados financieros.

En último lugar, cabe resaltar sobre las IIC la seguridad y transparencia que ofrece a sus inversores. La vigilancia constante de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)

junto a las obligaciones de información mediante informes anuales, trimestrales y folletos de las entidades, aportan una mayor seguridad a los inversores, quienes tienen acceso a información veraz cuando sea reclamada.

En el presente trabajo se dará tratamiento a aquellas Instituciones de Inversión Colectiva de carácter financiero.

4. Las Sociedades de Inversión.

Las Sociedades de Inversión según el artículo 6 del Real Decreto 1082/2012 son “aquellas ICC que adoptan la forma de sociedad anónima y cuyo objeto social es la captación de fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos, financieros o no”.

Al igual que sucede con los fondos de inversión, se establece un número mínimo de accionistas que por regla general no deberá ser inferior a 100, aunque la normativa legal acoge algunas salvedades.

En cuanto a la administración y representación de la sociedad, los órganos encargados de la misma quedan plasmados en sus estatutos. Estas sociedades tienen la obligación de contar con un consejo de administración, el que por delegación de la Junta o por previsión de los estatutos, podrá acordar que sea una Sociedad Gestora de Instituciones de Inversión Colectiva quien se encargue de la administración de la sociedad.

Entre las sociedades de inversión de carácter financiero, destacan las de capital variable (SICAV) o las de capital fijo (SICAF). Por su utilidad y un mayor uso extendido, se tratarán algunos aspectos reseñables de las Sociedades de Inversión de Capital Variable que son:

- Un capital mínimo desembolsado de 2.400.000 euros, que deberá mantenerse mientras la sociedad siga inscrita en el registro. Además, legalmente se establece que el capital suscrito no podrá superar en diez veces al capital estatutario.
- En cuanto a los beneficios obtenidos por la sociedad de inversión se fija una tasa del 1% sobre el impuesto de sociedades.
- Podrán solicitar cotizar sus acciones en bolsa, debiendo comprar o vender sus propias al contado cuando su precio de adquisición o venta difiera en un 5% del valor liquidativo durante tres días consecutivos.
- Sus inversiones, al igual que los fondos de inversión, se ven limitadas por la normativa legal.

La principal diferencia entre las Sociedad de Inversión y los Fondos de Inversión es su naturaleza. Mientras que la primera es constituida como una sociedad anónima, los fondos de inversión se constituyen como un conjunto de patrimonios del cual no goza de propiedad.

5. Fondos de Inversión.

Los fondos de inversión quedan definidos como un “conjunto de patrimonios pertenecientes a múltiples inversores, denominados partícipes, constituidos con el fin de captar dinero público para la adquisición, tenencia, administración y enajenación de valores mobiliarios y otros activos, financieros o no” (Barquero Cabrero & Huertas Colomina, 2001, p. 343). Estas instituciones de inversión colectiva consiguen mediante la diversificación de sus activos compensar los riesgos y la rentabilidad, operando acorde a los principios de eficiencia de los mercados financieros.

La normativa vigente contempla un patrimonio mínimo, el cual deberá alcanzar los 3.000.000 de euros para una correcta constitución del fondo de inversión. En caso de tratarse de un fondo dividido en compartimentos el capital mínimo de cada uno de ellos será de 600.000 euros, alcanzando siempre la de todos los compartimentos el capital total mínimo fijado. (Expansión, 2016)

El conjunto de aportaciones de los partícipes que componen el fondo de inversión se encuentra administrado por una entidad profesional, la Sociedad Gestora de Instituciones de Inversiones Colectivas, uno de los principales participantes en la relación trilateral dada en los fondos de inversión. Esta entidad, sin ser propietaria del patrimonio, ostenta la capacidad legal de actuar y ser a su vez la responsable de su gestión, aunque su libertad de administración se verá condicionada en todo momento por las políticas establecidas en el Reglamento de Gestión del Fondo. De esta forma, se consigue limitar la forma de invertir que caracterizan a las Sociedades Gestoras con el fin de asegurar un nivel mínimo de diversificación, liquidez y transparencia.

Las inversiones, como norma general, se verán realizadas en activos financieros y valores que estarán custodiados y garantizados ante los partícipes por una Entidad Depositaria, a su vez encargada de supervisar la actuación de la Sociedad Gestora.

Entre los principales beneficios que reportan los fondos de inversión a los ahorradores está la posibilidad de acometer “colocaciones de su ahorro más diversificadas y rendimientos menos variables que invirtiendo de forma individual, al imputarse a los partícipes los resultados colectivos de la institución en cuestión” (García-Vaquero, 1991, p. 5).

Por otro lado, los fondos de inversión se convierten en un producto financiero de gran atractivo gracias a la ventaja que confiere al inversor, ya que “mientras no reembolse

participaciones del Fondo, no va a tener que tributar anualmente por los rendimientos obtenidos” (López Pascual, 1997, p. 33). Las ganancias obtenidas por los partícipes gozan de ventajas fiscales respecto otros productos, tributando en una horquilla del 19% al 23% por IRPF según las ganancias. Hasta rendimientos por valor de 6.000€ a una tasa del 19%, entre 6.000 y 50.000 al 21%, y ganancias superiores a 50.000€ al 23% (INVERCO, 2016).

Debido a las ventajas que reporta a los ahorradores, la evolución favorable de los fondos de inversión en las últimas décadas ha sido notable, como se aprecia en la figura 5.1. El patrimonio acumulado supera a finales de 2016 los 230.000 millones de euros, equiparable a un 20% del PIB español del mismo ejercicio, y con una cifra de partícipes superior a los siete millones y medio de ahorradores.

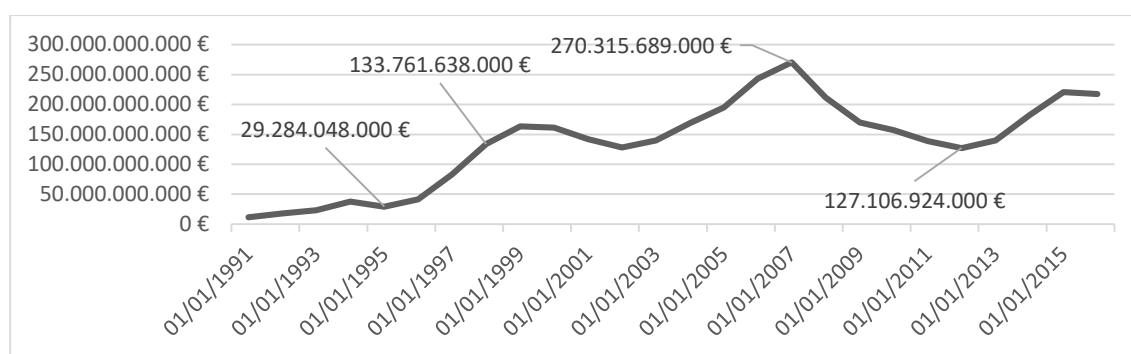


Figura 5.1: Evolución del patrimonio total de los Fondos de Inversión en España.

Fuente: CNMV (2017).

Analizando el anterior gráfico, se puede apreciar que su tendencia es muy similar a la evolución del IBEX 35. Además, se denota cómo afectó la crisis del año 2.008 con un marcado decrecimiento del patrimonio de los fondos de inversión superior al 50% entre los años 2008 y 2012. Los últimos datos hacen indicar que se encuentra en una tendencia alcista, aunque a una menor tasa de crecimiento a la de primeros de siglo.

En último lugar, todo fondo de inversión tiene un ciclo de vida, llegando en ocasiones a su disolución. En cuanto a cese de actividad, con un normal desarrollo de sus funciones, se producirá tras el cumplimiento de la dimensión temporal reflejada en el contrato de constitución del fondo de inversión. El acuerdo de disolución quedará firmado por la Sociedad Gestora y la Entidad Depositaria, que deberán comunicarlo con gran inmediatez a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

En caso de que el patrimonio, número de partícipes o compartimentos descendieran por debajo de los mínimos fijado por la normativa, los fondos podrían seguir operando durante un año. Si trascurrido el plazo no llegasen a los límites preestablecidos, la autorización concedida por el CNMV será revocada y el fondo quedaría eliminado de los registros administrativos.

5.1 Elementos Institucionales.

Estos instrumentos financieros se ven inmersos en una relación tridimensional entre partícipes, Sociedad Gestora y la Entidad Depositaria que es tratada a continuación.

Los partícipes, comúnmente denominados ahorradores o inversores, son aquellos individuos que suscriben participaciones pertenecientes al fondo de inversión, pasando a ser copropietarios del mismo según la proporción que posean respecto al total de activos del fondo. En otras palabras, los partícipes son las personas dispuestas a poner sus ahorros a disposición del fondo de inversión y, por ende, de las entidades gestoras confiando en estas su administración, con el objeto de obtener una rentabilidad. Además, estos podrán reembolsar total o parcialmente la cantidad dotada al fondo cuando el individuo considere y con relativa inmediatez. Atendiendo a la normativa, los reembolsos tendrán que ser satisfechos por el fondo en un tiempo máximo de tres días hábiles desde el momento de su reclamación.

Entre otros derechos inherentes a los partícipes del Fondo de Inversión se encuentran:

- Solicitar la suscripción y reembolso de participaciones cuando consideren.
- Obtener información verídica y completa del fondo cuando estimen.
- Exigir responsabilidades a la entidad gestora y la depositaria en caso de no cumplir con el reglamento o sus obligaciones.
- Solicitar el traspaso de sus inversiones entre Instituciones de Inversión Colectiva o entre compartimentos de la misma.
- Derecho de expedición de certificado nominativo de participación, sin valor nominal.

Atendiendo al artículo 3 de la Ley 35/2003 sobre Instituciones de Inversión Colectiva, para la constitución de un fondo de inversión, como regla general, se exige como mínimo aportaciones de 100 partícipes.

Por su parte, las sociedades gestoras son instituciones que revisten la forma de sociedad anónima y se encargan de la gestión y administración del patrimonio, proporcionando ventajas al ahorrador como una mayor capacidad de negociación y la posibilidad de diversificación de su cartera. Entre sus funciones destaca la definición de las políticas de inversión, de manera que es el responsable de materializar las inversiones en diversos activos financieros. Además, quedan bajo su responsabilidad llevar la contabilidad del fondo e informar periódicamente a los inversores. En este sentido, las Sociedades Gestoras serán las encargadas de presentar las cuentas anuales del fondo en los tres primeros meses de cada ejercicio, siendo formuladas y aprobadas por el consejo administrativo de las mismas.

Otro rol que juegan las sociedades gestoras es el de representación del fondo de inversión, respondiendo de su administración ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Esta será quien responda ante la Comisión por las obligaciones del fondo y quien facilitará los informes anuales y periódicos que recoge la normativa.

Atendiendo a sus obligaciones se destaca la realización de documentos informativos para cada uno de los fondos que administre. Especial atención requiere el folleto completo, donde se plasman los estatutos o el reglamento de la Institución de Inversión Colectiva y el Documento de Datos Fundamentales del Inversor (en adelante, DFI), antes de su modificación conocido como folleto simplificado.

Este último, se trata de un folleto informativo de obligatoria entrega al inversor antes de la suscripción de participaciones, con el objetivo de “mejorar la información para el inversor, mediante un lenguaje sencillo, claro y conciso, permitiendo a los inversores conocer las características del fondo y poder hacer una comparativa con el resto de productos” (CNMV, 2016). Entre otros apartados, el DFI recoge información como datos identificativos del fondo, su categorización, la política de inversiones a aplicar y los objetivos que pretende, así como datos indicativos sobre riesgo-rendimiento y el régimen de comisiones.

Por la realización de los servicios y obligaciones enumerados anteriormente, la Sociedad Gestora percibe unos honorarios conocidos como comisión de gestión. En atención a los fondos de inversión de carácter financiero, los gastos correspondientes a los servicios ofrecidos por la Sociedad Gestora de Instituciones de Inversión Colectiva podrán ser calculados en función del patrimonio, de los resultados o ambas variables del Fondo. La normativa vigente establece que las comisiones de gestión, en términos anuales, no podrán exceder los siguientes límites:

- En un 2,5% respecto al patrimonio del fondo, cuando se calcule únicamente en función de éste.
- En función de los resultados del fondo, no podrá ser superior al 18%.
- Si se estipulan ambas, los límites establecidos son del 1,35% respecto al total del patrimonio y del 9% respecto a los rendimientos del Fondo.

En último lugar, las Entidades Depositarias son instituciones destinadas a custodiar el patrimonio de los fondos y velar por los intereses de los partícipes mediante una exhaustiva vigilancia a la actuación de la Sociedad Gestora. Entre sus funciones destacan:

- Constitución del fondo junto a la Gestora y del reglamento que regirá al mismo.
- Depósito de activos y valores pertenecientes al fondo.

- “Cobrar y pagar las suscripciones y reembolsos del fondo.” (Vallejo Alonso & Solórzano García, 2014, p. 120)
- Supervisión de la sociedad gestora, especialmente en lo relativo a límites de inversión.
- “Cumplimenta por cuenta del fondo las operaciones de compra y venta de valores, y cobra los intereses devengados del mismo.” (Barquero y Huertas, 2001, p. 344)
- Velar por la regularidad de las suscripciones de las participaciones.
- Supervisar el cálculo del valor liquidativo.

Según el artículo 58.1 de la ley 35/2003 “podrán ser depositarios los bancos, cajas de ahorro, las cooperativas de crédito y las agencias de valores”. Para ello, deberán contar con la autorización de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y estar inscritos en el registro administrativo pertinente.

Las Entidades Depositarias, percibirán una comisión de depósito por la prestación de sus servicios a los fondos de inversión. En otras palabras, esta comisión se considera la retribución otorgada a la entidad Depositaria por la efectiva custodia y vigilancia del patrimonio del Fondo. La actual normativa establece un límite al importe de esta comisión, fijándose en un 2‰ anual respecto al total del patrimonio.

Salvo excepción, las Entidades Depositarias y la Sociedad Gestora serán independientes, no pudiendo pertenecer ambas a un mismo grupo institucional. Los requisitos que excepcionalmente permiten relación entre ambos entes son:

- Inexistencia de consejeros o administradores comunes.
- Dirección efectiva de la Sociedad Gestora por personas independientes del depositario.
- Domicilios diferentes y separación física de sus centros de actividad.

Con ello se conseguiría, como recoge el artículo 146 del Real Decreto 1082/2012, que no existieran conflictos de intereses entre ambas entidades, manteniéndose independiente la información derivada de sus actividades.

Respecto a la separación de ambas entidades, se aprecia un cambio de tendencia en las grandes instituciones financieras, pasando las sociedades gestoras y depositarias a pertenecer a una misma entidad matriz. Esto se debe principalmente al ahorro que supone en comisiones y otros gastos de administración conjunta, dándose una integración en la cadena de valor de estas instituciones que les confiere un mayor poder negociador en los mercados financieros. En cambio, otras instituciones de menor tamaño se refugian en asociaciones de entidades que proporciona mediante la agregación de todas ellas un mayor

poder negociador equiparable y, en ocasiones, superior al de grandes entidades como Banco Santander o BBVA.

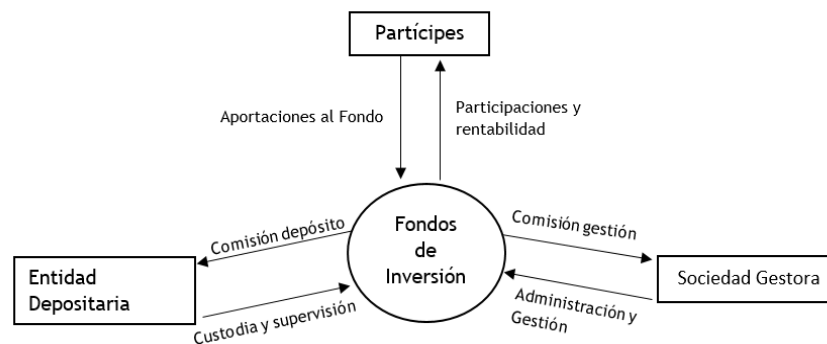


Figura 5.2: Relación de los elementos institucionales con el Fondo de Inversión.

Fuente: Elaboración propia.

Otra figura que por su leve implicación en el funcionamiento del fondo de inversión no se hace excesivo énfasis en ella es la agencia comercializadora. Este ente, generalmente una entidad bancaria o caja de ahorro, se configura como un intermediario encargado de dar a conocer entre los inversores diversos productos financieros y, entre ellos, los fondos de inversión. A priori, podría parecer lógico que las propias Sociedades Gestoras, en su condición de representante del fondo, sean quienes los comercialice. Sin embargo, la realidad muestra cómo cada vez más SGICC confían dichas funciones tanto a agencias comercializadoras de su mismo grupo financiero, como a otros agentes externos, de forma que le permita acceder a un mayor número de inversores potenciales.

5.2 Funcionamiento.

Una vez conocido cómo se estructura este producto financiero, se hace indispensable saber cuál es su funcionamiento y qué elementos claves tienen implicación, destacando en especial las participaciones y el valor liquidativo.

El patrimonio que conforma al Fondo de Inversión queda dividido en partes alícuotas de igual características para sus propietarios, denominadas participaciones. Según la legislación el número de participaciones “no será limitado y su suscripción o reembolso dependerán de la demanda o de la oferta” (López Pascual, 1997, p. 53). Es decir, el número de participaciones en las que se divide el fondo es variable y vendrá motivado por la tendencia de compra-venta de éstas en el mercado financiero.

Por otro lado, las participaciones confieren a los inversores un derecho de propiedad sobre el fondo, pasando el suscriptor a ser copropietario del fondo en función de la inversión realizada y la cuantía total del patrimonio del fondo.

Las participaciones a pesar de pertenecer a un mismo fondo, podrán ser diferenciadas por clases. Por ejemplo, en función su política de distribución de resultados o por las comisiones.

Una singularidad de las participaciones de un fondo de inversión es que, al contrario que las acciones de una Sociedad de Inversión, estas no tienen valor nominal. Asimismo, tendrán condición de valor negociable, pudiendo ser representadas mediante anotaciones en cuenta o por certificado nominativos expedidos por la SGIIIC junto a la entidad depositaria.

La participación del copropietario viene expresada por su valor liquidativo, que queda definido por el Real Decreto 1082/2012 como el valor “que resulte de dividir el patrimonio del fondo por el número de participaciones de este”.

$$\text{Valor liquidativo} = \frac{\text{Patrimonio neto del fondo}}{\text{Total participaciones}}$$

En el cálculo del valor del patrimonio neto del fondo se saldarán las cuentas acreedoras y otros gastos, como las comisiones de gestión y de depósito, respecto al activo total que representen el patrimonio del fondo, calculado mediante la agregación de estados contables.

El valor liquidativo de las participaciones es calculado diariamente por la Sociedad Gestora, aplicándose éste a todas las operaciones de suscripción y reembolso producidas en ese mismo día. Este valor diario estará sujeto a la “resta y suma de los descuentos que reglamentariamente se autoricen en favor del fondo y las comisiones” (Barquero Cabrero & Huertas Colomina, 2001, p. 345). Los descuentos y comisiones por suscripción o reembolso, no podrán superar en un 5% el valor liquidativo de las participaciones.

Como se expuso en el anterior apartado, uno de los principales derechos de los inversores es la solicitud y obtención del reembolso de sus participaciones. Hay que tener en cuenta que, durante la liquidación y reembolso de participaciones, ciertos gastos y comisiones de reembolso y otros conceptos son minorados del valor bruto del patrimonio. Excepcionalmente, en el caso de que existan comisiones de reembolso u otros gastos asociados y se produzcan modificaciones sustanciales en el reglamento del fondo de inversión o del folleto, cambios que deberán ser previamente autorizados por la CNMV, no se deducirán del valor de la participación si el inversor opta por el reembolso o traspaso, total o parcial, de sus participaciones dentro de los 30 días naturales anteriores a la modificación sustancial, que será el periodo exigido para informar al inversor sobre las modificaciones sustanciales. Además, el valor liquidativo de las participaciones será el

correspondiente al último día del periodo de comunicación exigido. Algunas de estas modificaciones sustanciales que contemplan la normativa española pueden ser cambios en la política de inversión o de distribución de resultados, sustitución de la Sociedad Gestora o Depositario.

En último lugar, hay que destacar la forma en la que es calculada la rentabilidad del fondo de inversión, variable que, junto a la dispersión del riesgo y las ventajas fiscales, es considerada como uno de los principales factores determinantes en la atracción de inversores potenciales.

La rentabilidad del fondo tiene en cuenta el patrimonio del mismo para su cálculo. Por este motivo, se verá altamente influenciada por su evolución en los mercados financieros resultante de la tendencia de suscripción y reembolso de participaciones a lo largo del tiempo. En un intento de aproximación a otros productos financieros, podría decirse que funciona de forma bastante similar a las acciones de aquellas sociedades que se adscriben al mercado bursátil. Sin embargo, el cálculo de la rentabilidad para aquellos partícipes inexpertos se constituye como una ardua tarea. Al igual sucede cuando se pretende comparar el valor de estas inversiones con otros activos financieros, como obligaciones y acciones.

De manera práctica, cuando se hace referencia a la rentabilidad de los fondos de inversión, los medios de comunicación y folletos suelen recoger el rendimiento acumulado desde el último día del anterior ejercicio. De la siguiente manera, si a fecha de entrega del trabajo, 6 de junio de 2017, la rentabilidad habitualmente comunicada a los inversores reflejaría aquella acumulada en caso de haberse suscrito al fondo el día 31 de diciembre de 2016.

5.3 Tipos de fondo de inversión mobiliarios.

En la actualidad, el mercado financiero español da cabida a diversos tipos de fondos de inversión financieros. Estos dependerán de múltiples variables que ofrecerán a los partícipes numerosas oportunidades de inversión según sus preferencias, expectativas o aversión al riesgo.

5.3.1 Según el reparto de la rentabilidad.

En primer lugar, atendiendo a la manera en que los partícipes reciben el beneficio reportado por el fondo se distingue entre fondos de renta y fondos de capitalización.

Los fondos de renta tienen la particularidad de repartir los beneficios conseguidos durante el ejercicio económico a final de este, como sucede con los dividendos de las acciones. Su objetivo prioritario no es más que maximizar la rentabilidad por renta corriente.

En cambio, los fondos de capitalización reinvierten los beneficios obtenidos durante el ejercicio en el patrimonio del fondo. Sus inversores únicamente obtendrán rentabilidad en el momento de reembolso de las participaciones. Hay que puntualizar que, a lo largo del texto, se ha tratado este tipo de fondo de inversión al pertenecer a esta tipología la práctica totalidad de los Fondos de Inversión en España. El uso extensivo de esta forma de reparto se debe a los beneficios fiscales que conllevan para los ahorradores.

5.3.2 Según su vocación inversora.

Atendiendo a la naturaleza de los activos y su vocación inversora de los fondos financieros la Comisión Nacional del Mercado de Valores establece las siguientes categorías.

- Fondo Monetario: no invierten en materias primas, riesgo de divisa ni renta variable. Pueden ser a corto plazo o largo plazo. Su objetivo es obtener una rentabilidad similar a la del mercado monetario.
- Fondo de Renta Fija: tanto a euro como internacional. No contempla inversiones en renta variable. Es un producto orientado a inversiones a medio-largo plazo.
- Fondo de Renta Fija mixta: se permite acometer hasta un 30% de sus inversiones en valores de renta variable. Pueden ser euro o internacional, permitiéndose una exposición a riesgo de divisa del 30%.
- Fondo de Renta Variable: se exige inversiones de al menos el 75% en renta variable. Estas podrán radicar en la zona euro o renta variable internacional. Se orientan a inversiones en bolsa a largo plazo.
- Fondo de Renta Variable mixta: las inversiones de renta variable ocuparán entre un 30% y 75%. Pueden ser euro o internacional.
- Fondo de Gestión Pasiva: son fondos cuya composición de cartera es proporcional al porcentaje de acciones de las diversas empresas que forman parte de un Índice Bursátil. Se denominan Fondos Indexados porque su evolución se encuentra unida a la del Índice Bursátil.
- Fondos Garantizados: estos productos financieros podrán asegurar completamente o no la inversión inicial según sean totales o parciales. Asimismo, serán susceptibles de acometer inversiones en activos de renta fija y variable. La inversión únicamente estará garantizada si el partícipe mantiene sus ahorros durante la dimensión temporal especificada en el folleto del fondo, pudiendo conllevar a pérdidas en caso de reembolso anticipado.
- Fondo de Retorno Absoluto: fondos no garantizados que establecen unos objetivos de rentabilidad y riesgo periódico a conseguir mediante el empleo de técnicas.

- Los fondos globales son aquellos donde no se especifica ni delimita su característica de inversión. Es decir, pueden invertir a su libre albedrío. Funciona como cajón de sastre, acogiendo a aquellos fondos que quedan fuera de las categorías anteriores.

6. El rating y las agencias de calificación.

A pesar de que los ahorradores tienen múltiples alternativas a la hora de invertir en fondos de inversión y demás productos financieros según el riesgo dispuesto a asumir, la rentabilidad a obtener o el periodo de tiempo que están dispuestos a desprenderse de sus ahorros, se hace necesaria una valoración que permita orientar a los inversores particulares y profesionales. Esta calificación hace posible establecer una valoración inicial, comparando el riesgo asumido entre dos fondos de inversión de igual característica.

Bajo este pretexto, a principios de siglo XX en los Estados Unidos surgen las primeras agencias de rating. Aunque inicialmente su actividad estaba vinculada al sector ferroviario, a lo largo del siglo sufrirían una metamorfosis hacia su función actual, la valoración de riesgos de las obligaciones y otros activos financieros tanto de entes privados como de instituciones públicas.

Estas agencias de calificación de riesgos se han visto envueltas en continuas controversias desde sus inicios. En primer lugar, los beneficios concedidos a las tres grandes calificadoras de occidente, Standard & Poor's, Moody's y Fitch, por la Reserva Federal de los Estados Unidos y la Comisión de Bolsa y Valores de los Estados Unidos (SEC) convirtieron el sector en un auténtico oligopolio. Los sucesivos informes emitidos de instituciones como la SEC confirman que esta estructura del sector se ha mantenido hasta la actualidad, ocupando entre las agencias más del 85% del mercado europeo. (Vozpopuli, 2015)

Por su parte la tendencia de importantes compañías al rating shopping desvirtúa el proceso de calificación. En resumidas palabras, este fenómeno consiste en encargar la valoración de algunos activos financieros a múltiples agencias, pero en su libertad de publicar los resultados obtenidos únicamente se exponen al público aquellos que reflejan la mejor calificación o la más ajustada a sus intereses. Si a esto añadimos que el proceso de calificación es encargado y remunerado por la institución solicitante la veracidad de las valoraciones es puesta en entredicho con mayor determinación.

Un ejemplo reciente que sustenta la turbiedad que acarrea el proceso de valoración fue el caso de la agencia Standard & Poor's, quien otorgó la máxima calificación a la institución financiera Lehman Brothers en el momento de su quiebra previo a la crisis de 2008. Ante tal revuelo, instituciones como el gobierno de España han cuestionado la labor de estas agencias, afirmando que “los hechos demuestran que hay que ver con cierta relatividad las

opiniones de las agencias de rating” (El Mundo, 2010). A pesar de ser evaluaciones basadas en métodos cuantitativos y cualitativos en manos de profesionales, el hecho de que estas agencias de rating estén registradas como compañías de periodismo hacen que “no estén sujetas pues a las reglas (derechos, deberes y responsabilidades) de las firmas de auditoría que deben preservar la transparencia de sus informes” (Wikipedia, 2016).

A raíz de estos sucesos y cuestiones que rodean a las agencias de calificación se ha hecho hincapié en la necesidad de mostrar un mayor grado de transparencia tanto en sus procedimientos de calificación como en sus relaciones institucionales. Con tal propósito, surgieron nuevas instituciones que supervisan el mercado de rating europeo, como la Autoridad Europea de Mercados y Valores (ESMA) en detrimento del antiguo Comité Europeo de Valores, y un nuevo marco legislativo propuesto por la Unión Europea con el fin de regular la actuación de estas entidades, a través del Reglamento (CE) nº1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo y sus posteriores modificaciones.

Las políticas y actuaciones llevadas a cabo por las propias agencias de calificación hacen ver que se encuentran inmersas en un proceso de reformulación garante de transparencia con la finalidad de devolver la confianza a los inversores e instituciones reguladoras. Todo ello siendo conscientes de que para preservar su función en los mercados financieros tanto las instituciones gubernamentales como la sociedad en general deben recuperar la convicción en su actividad. A pesar de estar constantemente cuestionados, la labor de las agencias y el rating son fundamentales en los actuales mercados financieros globales de fácil acceso para inversores no versados.

6.1 El rating.

El proceso de valoración de riesgos o rating es definido como un “indicador de referencia expresivo de la mayor o menor capacidad o probabilidad de pago en el tiempo estipulado, tanto de los intereses como de la devolución del principal que toda deuda comporta” (López Pascual, 1996, p. 25). En otras palabras, el rating es un proceso de valoración del riesgo que supone al ahorrador invertir en un producto financiero en términos de cumplimiento de sus obligaciones por parte del garante. Estas valoraciones no dejan de ser opiniones, no pretendiendo ser en ningún momento recomendaciones sobre la toma de decisiones de inversión.

En la actualidad la calificación va más allá de ser un indicador de la solvencia de una institución o un predictor de la capacidad de pago a sus inversores. La finalidad del procedimiento de calificación ha evolucionado, englobando no sólo las puntuales emisiones de obligaciones sino llegando a valorar a toda una institución como tal, siendo un reflejo del buen hacer o no de la compañía.

En términos generales, se trata de un procedimiento basado en la información reportada en el pasado por el producto financiero o institución a calificar y en un análisis presente y futuro tanto de ciertos criterios relativos a la entidad, como del entorno externo e interno en el que se encuentra inmerso. Aunque hay una serie de parámetros básicos y comunes para las agencias de calificación, es conveniente precisar que este proceso varía según la institución que elabora el informe. Entre estos elementos de partida que observan las agencias se encuentran “el equipo de gestión, la posición de mercado, la posición financiera y el plan de actividades” (López Pascual, 1996, p. 59).

La importancia del Rating viene motivada por su utilidad en los mercados financieros y para sus participantes. En primer lugar, la calificación tanto de instrumentos financieros como instituciones dota al mercado de mayor transparencia. Tanto inversores, instituciones que operan en el propio mercado financiero e incluso entidades reguladoras obtienen, a priori, mayor información fiable de la realidad acontecida en los mercados.

Esta transparencia, en ocasiones puesta en entredicho, facilita a los entes reguladores el conocimiento del mercado de manera exhaustiva. Gracias a la información reportada por las agencias calificadoras se esclarece la realidad del mercado financiero, pudiendo conocer de esta manera las limitaciones que deben establecerse y así dotarle de normativa que regule su conducta.

Atendiendo a los inversores, el rating, actuando como un indicador de referencia, posibilita a los ahorradores tener una concepción de los diversos productos financieros disponibles. Aunque no hay que olvidar que las calificaciones son meras opiniones, tienen una gran capacidad orientadora para los inversores. Además, al ser un método de valoración global permite a los inversores no ceñirse únicamente al mercado nacional, proporcionando el rating una referencia de los productos financieros disponibles en mercados internacionales.

Por otro lado, estas valoraciones también tienen implicación en los emisores de instrumentos financieros y en los propios productos. Siendo una referencia de la capacidad de pago por parte del emisor, una calificación positiva dotará al producto financiero o institución de un mejor posicionamiento en el mercado y reflejará una mayor seguridad para los ahorradores. Consecuentemente, las entidades emisoras que gocen de las mejores calificaciones podrán reportar una menor rentabilidad a los inversores, suponiendo esto un menor coste para ellas.

Entre otros beneficios que pueden obtener las instituciones de un rating positivo se encuentra la posibilidad de acceder al mercado financiero y a un mayor número de inversores. Una calificación favorable hará posible que una institución de menor dimensión,

no conocida por los inversores, que decida financiarse mediante la emisión de títulos pueda acceder al mercado en unas mejores condiciones. Esto se debe a que el proceso de rating de una agencia es homogéneo para un mismo producto financiero. De esta forma, se da una información fiable y rigurosa de la capacidad y solvencia de la institución y, por tanto, será un motivo de atracción de ahorradores.

En el mundo empresarial, el rating en numerosas ocasiones califica a toda una institución y no sólo a una emisión de obligaciones. Otra ventaja que proporciona el rating es prestigio en su sector de actuación y el fortalecimiento de la imagen corporativa, transmitiendo mayor confianza a sus stakeholders y abriendo oportunidades de negocios mediante alianzas estratégicas.

Como se ha comentado anteriormente, las calificaciones no se ciñen en exclusividad a la emisión crediticia por parte de organizaciones empresariales, sino que englobará una gran diversidad de productos y entidades participantes en el mercado financiero. Estas valoraciones versan sobre la solvencia de compañías privadas, calificaciones sobre el riesgo que conlleva la deuda pública emitida por los Estados, la valoración puntual de productos financieros como las emisiones crediticias de empresas privadas y otras instituciones y productos estructurados del mercado.

Otros productos financieros susceptibles de ser calificados son los fondos de inversión. Al igual que el resto de conceptos, la valoración emitida por las agencias calificadoras expresa una opinión sobre el riesgo crediticio que conllevaría la inversión. Sin embargo, en el rating va más allá en la valoración de fondos de inversión, calificando otras condiciones inherentes al mismo como son “los objetivos y políticas del fondo, solvencia y rentabilidad de la cartera, procedimientos operativos y controles administrativos, cumplimiento de la reglamentación y habilidad en la gestión del fondo” (Soldevilla García, 1999, p. 282).

La valoración de estos productos queda justificada por su alta demanda en el actual mercado, quedando conformado el patrimonio de los fondos de inversión mobiliarios por aportaciones de 7.613.657 partícipes en febrero de 2.016, un 12% más respecto al anterior periodo.

En la comparación del rating obtenido por un fondo de inversión hay que remarcar que únicamente tiene sentido equiparlos con aquellos que pertenecen a su misma categoría. En otras palabras, obtener una calificación máxima de un fondo de inversión de renta variable a 3 años indicaría que la agencia de rating estima que, dentro de la categoría de renta variable a 3 años, ese fondo en cuestión es el que soporta un menor riesgo o presenta mayor calidad crediticia para los inversores. En cambio, un fondo de inversión de renta fija,

aun obteniendo la máxima valoración por la misma agencia, no podría ser comparado con el de renta variable al formar parte de una categoría diferente.

De la misma manera que era argumentada la utilidad del rating en otros activos, su empleo en los fondos de inversión quedaría justificado por los beneficios que reporta al mercado financiero y todos sus participantes.

En este sentido, hay que tener en cuenta que la valoración de estos productos contempla tanto parámetros cuantitativos como cuestiones cualitativas. De esta manera no sólo se trata de un indicador que refleje la idoneidad del fondo en términos de rentabilidad y riesgo, sino que también contiene otras percepciones, como la calidad de administración y gestión de la Sociedad Gestora.

De aquí se desprende que, al igual que una calificación crediticia positiva en una emisión de obligaciones de una compañía atrae inversores, proyecta una buena imagen a la entidad emisora y consolida su imagen en su sector, las Sociedades Gestoras ven como su imagen institucional pueden beneficiarse de la valoración otorgada por las Agencias de rating.

6.2 Las Agencias de Rating en la Unión Europea.

A sabiendas de la importancia que conceden los ahorradores al rating a la hora de acometer una inversión, es necesario que estos juicios sean realizados por instituciones competentes y que actúen con absoluta rigurosidad. Por este motivo, surgieron las agencias de calificación definidas como “empresas privadas independientes que puntúan la capacidad y probabilidad de pagar los intereses y el principal de la deuda de las compañías calificadas a través de la notificación” (López Pascual, 2016). En otras palabras, las agencias de rating podrían ser descritas como instituciones intermediarias entre ahorradores y emisores de activos financieros, cuya principal función es la valoración y transmisión de información del riesgo que supone acometer una inversión con el fin de paliar con la asimetría de información que caracteriza a los mercados financieros globales.

En la actualidad, el sector del rating a nivel mundial se encuentra dominado por tres grandes grupos estadounidenses, Moody's, Standard & Poor's y Fitch. Esta situación también se da en Europa, a pesar de que las autoridades del mercado financiero velan y legislan a favor de un mayor reparto de las cuotas de mercado. Como indica la Autoridad Europea de Valores y Mercados en su informe anual, hay constancia de que una proporción superior al 90% del mercado europeo queda repartido entre el denominado “Big Three”, situándose líder del sector Standard and Poor's con un 45% del mercado, véase figura 6.2. Asimismo, se puede apreciar cómo la estructura de oligopolio ha favorecido a estas agencias que operaban desde sus inicios en el sector, manteniéndose su posición hegemónica a lo largo del tiempo.

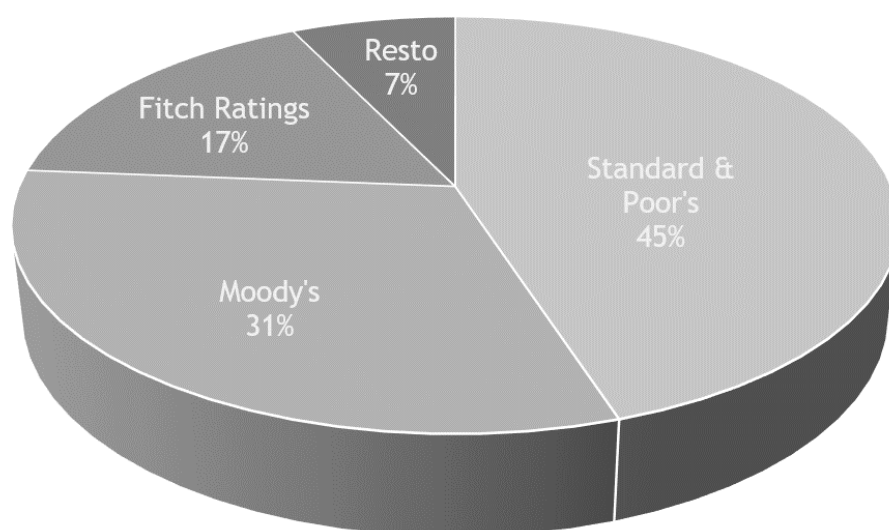


Figura 6.2: Reparto de la cuota de mercado europeo de las Agencias de Rating, año 2015.
Fuente: ESMA (2016).

Si se observa con detenimiento el reparto de la cuota de mercado, se aprecia como el mercado europeo de rating sigue manteniendo la configuración de oligopolio. Del resto de instituciones, se destaca la presencia de la agencia de calificación de origen española, Axesor. Esta agencia es miembro de la European Association of Credit Rating Agencies (EACRE), asociación que defiende públicamente la necesidad de acabar con la situación oligopolista de las Big Three.

Desde sus inicios, este mercado europeo del rating se encontraba desregularizado. Se presuponía que estas debían actuar de buena fe, estando su actuación fundamentada en “la autorregulación basada en las buenas prácticas generalmente aceptadas de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), que estaba reconocida como el organismo regulador mundial del sector de valores” (Tribunal de Cuentas Europeo, 2015, p. 9). Ante el cataclismo económico y financiero provocado por la crisis de 2.008, la Unión Europea se propuso establecer un marco legislativo que acogiese la actividad del sector del rating. Entre otros aspectos, la Regulación del Parlamento Europeo refleja la clasificación de las calificaciones, ciertas medidas en materia de transparencia y conflictos de interés surgido a raíz de la propia actividad e indicaciones sobre cómo debe ser la metodología de valoración de riesgos.

Aunque la calificación de instrumentos financieros y entes favorece la transparencia del mercado y la toma de decisiones de los inversores, la Unión Europea ha procedido a delimitar los tipos de calificaciones que pueden realizar las Agencias de Rating en cuatro diversos tipos. Toda valoración a notificar, bien sea de una institución o de un producto financiero,

deberá ser categorizada en algún apartado de la clasificación establecida según el artículo 3 del Reglamento Delegado (UE) 2015/2, expresada a continuación:

- “Calificaciones de empresas;
- Calificaciones de instrumentos de financiación estructurados;
- Calificaciones de deuda soberana y finanzas públicas;
- Otros instrumentos financieros.”

Otro punto a tratar en la validez de las calificaciones de instrumentos e instituciones es la necesidad de ser emitida por instituciones con competencia para ello, sin implicar que únicamente aquellas calificaciones emitidas por las agencias registradas en la Unión Europea sean legítimas. A sabiendas del proceso de globalización dado en el mercado financiero, la normativa europea contempla la validez que tendrían las calificaciones emitidas por entidades extracomunitarias, siempre y cuando estas valoraciones provengan de instituciones autorizadas en el país tercero, se encuentren sujetas a la normativa de dicho país y cumplan ciertas condiciones estipuladas en la normativa, como la obligatoriedad de que el “marco jurídico y de supervisión sea equivalente” impuesto por el artículo 5.6 del Reglamento (UE) 1060/2009. En caso de no equivalencia, las valoraciones de una agencia externa deberán ser refrendadas por una agencia de rating registrada en la Comunidad.

Otra cuestión de interés para el mercado financiero europeo, la cual ha quedado reflejada en la normativa comunitaria, es la necesidad de aumentar la transparencia tanto de las agencias de calificación, como de la metodología y procedimientos empleados en la valoración de riesgos.

En este sentido, se ha obligado a las agencias de calificación de riesgos a emitir informes anuales de transparencia que quedarán publicados en las páginas web de las propias agencias durante los cinco años posteriores, buscando con ello devolver la confianza depositada anteriormente en sus calificaciones. Estos informes deberán contener información relativa a la estructura jurídica y propiedad de la agencia, a los mecanismos de control interno que aseguren la calidad de las calificaciones y su política de conservación de documentos, entre otros.

Asimismo, el Parlamento Europeo, con el objeto de incrementar la nitidez de las relaciones entre agencias de rating y agentes calificados, se ha pronunciado normalizando la comunicación de los honorarios relativos a la actividad de valoración de riesgos. En este sentido, se ha obligado a las agencias a informar a la Autoridad Europea de Mercados y Valores (ESMA) sobre los honorarios recibidos por cada uno de sus clientes, su política de precios y cómo se estructuran sus honorarios. Con estas medidas se pretende fundamentalmente paliar con los conflictos de interés y acciones discriminatorias que

pueden darse en la actividad de rating. Además, se facilita la función de supervisión de la ESMA sobre el mercado a la hora de detectar irregularidades en los honorarios recibidos ante calificaciones similares y se evita que la retribución de la agencia de calificación pueda verse influenciado por los resultados o consecuencias que supone una calificación.

Atendiendo a los procedimientos e hipótesis de valoración se intenta esclarecer todo lo concerniente a la metodología empleada por las diversas agencias, esencialmente al ser de carácter público por obligatoriedad. De esta forma, no sólo se consigue que los diversos grupos de interés vuelvan a depositar su confianza en las agencias de calificación de riesgos, sino también favorece una mayor nitidez de la agencia. Esto último daría la posibilidad a las instituciones integrantes del Sistema Europeo de Seguridad Financiera (SFSE) de vigilar e intervenir ante cualquier irregularidad o conflicto de interés surgido en el mercado. Para ello, según el artículo 8.3 del Reglamento (CE) 1060/2009, la metodología utilizada estará conformada por un conjunto de métodos “sistemáticos, rigurosos, continuados y que puedan ser validados a partir de la experiencia histórica, incluida la simulación retrospectiva”. Estos requisitos quedan explicados en la figura 6.3.

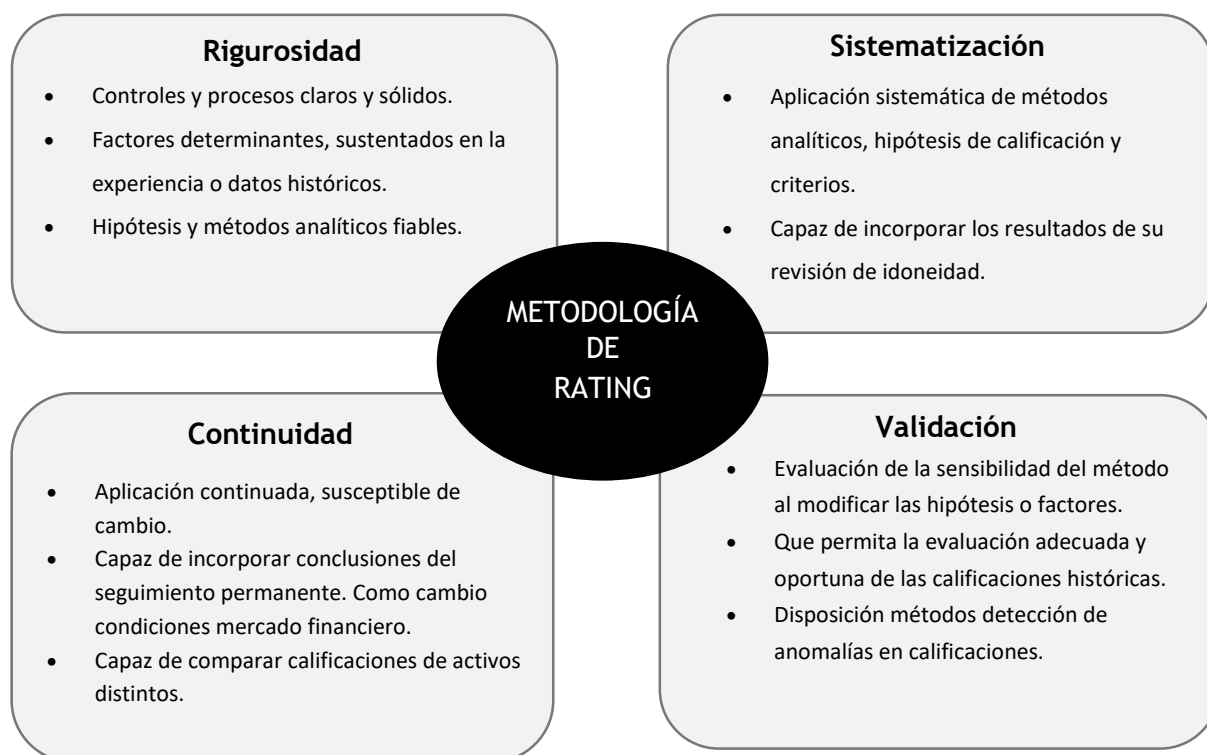


Figura 6.3: Requisitos de la metodología de Rating.

Fuente: Elaboración propia.

7. Calificación de Fondos de Inversión por Agencias de Calificación.

Como se justificaba anteriormente, la calificación de los fondos de inversión se vuelve crucial en la actualidad. Teniendo en cuenta la controversia que suscita el rating entre los diferentes organismos supranacionales y el mercado financiero en general, se hace preciso conocer cómo son elaboradas las calificaciones emitidas por las agencias de rating.

Estos procedimientos, a pesar de obtener unos resultados objetivos y en ocasiones similares, tratarán diferente información y seleccionarán diversos factores que condicionarán la calificación de las agencias. En esta ocasión, por la relevancia, notoriedad y presencia en el mercado se analizarán las sistemáticas y calificaciones de fondos de inversión de las reputadas compañías Standard & Poor's, Moody's y Fitch Ratings.

7.1 Proceso de calificación.

El desarrollo del proceso de calificación estará compuesto por varias etapas comunes, con independencia de la agencia de calificación que elabore el procedimiento. Toda calificación, independientemente del tipo de emisor o emisión que se trate, será resultado de un procedimiento dificultoso basado en dos requisitos básicos: independencia y privacidad. De esta manera, el procedimiento de calificación se desarrolla acorde a la normativa europea en materia de transparencia y conflicto de intereses.

El proceso da comienzo con la solicitud de calificación por parte de la Sociedad Gestora del fondo de inversión en cuestión. En este caso, es la Sociedad encargada de administrar al fondo quien cumplimenta la documentación necesaria para la solicitud. Es decir, es la Sociedad Gestora quien toma la iniciativa en el proceso de calificación.

Posteriormente, se instará a la Sociedad Gestora a que prepare y revise la documentación a tratar en la reunión entre esta y la agencia de rating, facilitándose de esta manera la documentación oportuna para la óptima valoración del fondo.

Esta reunión se realizará con los representantes o ejecutivos de la Sociedad Gestora y se posiciona como la segunda fase. En esta se abordan diversas temáticas referentes al fondo, como “la organización de la Sociedad, el riesgo de los activos, la estrategia de inversión y de los activos, diversificación de activos, liquidez, política comercial” (López Pascual, 1996, p. 184). Generalmente, comienza con una presentación por parte de los representantes del fondo que da paso a una discusión entre los representantes de ambas instituciones.

Posteriormente, la agencia procede a analizar exhaustivamente toda la información aportada y tendrá en cuenta las impresiones intercambiadas en la reunión. Dependiendo de múltiples factores, como la información privada y pública a tratar, los conocimientos del

sector en el país o las conclusiones obtenidas de la reunión, se demora la asignación de la calificación.

Una vez obtenida la asignación por parte de la Agencia se procede a la “comunicación de la calificación y sus fundamentos a la Gestora, la difusión de la calificación y a su vigilancia y seguimiento” (Fitch Ratings, 2017). A nivel europeo, la divulgación del rating por parte de la agencia es obligatoria, independientemente de si es definitivo o haya sido suspendido. En caso de suspensión de la valoración, deberá de emitirse un informe donde se explique la decisión tomada y se evitará cualquier demora.

También es muy importante el seguimiento de la calificación. Hay que tener en cuenta que, en entornos dinámicos, estas valoraciones son vulnerables ante cualquier modificación determinante. Por ello es muy importante que la valoración del fondo de inversión no sea un proceso estático y no se limite a un mero análisis en un momento determinado del tiempo. Un ejemplo reciente sobre la importancia del seguimiento de las calificaciones es el de Standard and Poor’s y las hipotecas subprimes de Lehman Brothers, situación en la cual no únicamente no pudo anticipar tal debacle de la institución financiera, sino que no se pronunció al respecto tras su hecatombe.

Hay que puntualizar que estas son las fases generales que ocupa cualquier proceso de calificación, pero siempre podrá variar alguna etapa dependiendo de la agencia de rating en cuestión, del mercado financiero donde opere y la normativa correspondiente. De manera esquematizada, se recoge en la figura 7.1 las etapas del proceso de calificación de un fondo de inversión.

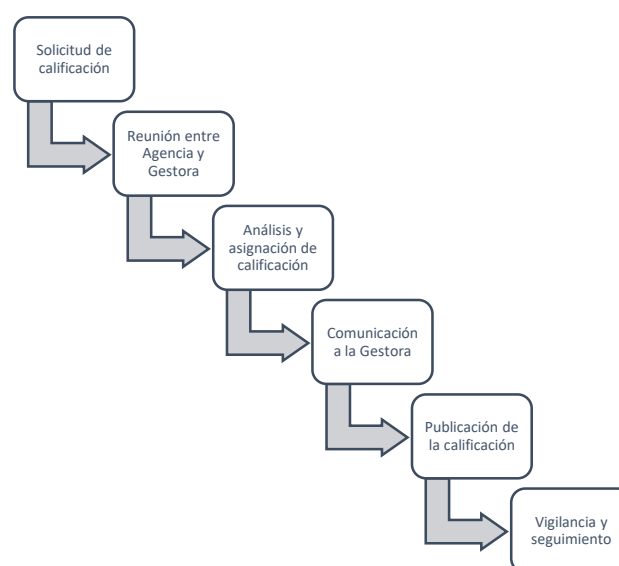


Figura 7.1: Etapas del proceso de calificación de Fondos de Inversión.

Fuente: Elaboración Propia.

7.2 Criterios de calificación según Standard and Poor's.

La metodología de calificación crediticia de la agencia Standard and Poor's está basada en el análisis de parámetros cualitativos y cuantitativos por los analistas expertos de la compañía. Estos parámetros proveen el marco donde actuarán los analistas y, a su vez, respaldará y justificará la calificación asignada mediante el estudio del desempeño de una serie de factores conocidos y actualizados.

Estos factores son denominados por la compañía como criterios y abarcan principios, metodologías y supuestos públicos. Estos parámetros constituyentes del marco de evaluación “informan a los analistas a medida que identifican riesgos y evalúan el impacto potencial de cada riesgo sobre la calidad crediticia” (Standard and Poor's, 2017).

A continuación, se describe brevemente en qué consisten los elementos que componen a los criterios de Standard and Poor's.

- Principios: son los elementos fundamentales en el análisis del riesgo. Tratan tanto información cuantitativa como cualitativa. Estos principios abarcan áreas fundamentales como la calidad crediticia del activo, riesgos legales y riesgos operativos y administrativos entre otros.
- Metodología: hace referencia a los métodos específicos empleados según el emisor o emisión crediticia. Por ejemplo, en los fondos de inversión se emplearán unos procesos específicos para aplicar los principios anteriormente detallados y así obtener una calificación, que serán distintos a los de calificar la deuda pública de un país.
- Supuestos: estos elementos corresponden a aquellas proyecciones y estimaciones empleadas en los modelos y otras expectativas usadas para llegar a la opinión de calificación. Con ello se pretende tener en cuenta las previsiones relativas al mercado en general, dando a la calificación una connotación proyectiva.

Desde Standard & Poor's proponen una serie de criterios básicos a considerar a la hora de analizar un fondo de inversión. Estos criterios quedan clasificados de la siguiente manera:

1. Estructura legal y gestión:

- Reglamento de gestión del fondo y detalle de la política de inversiones en este citada. El estudio de estas variables contempla tanto los diversos objetivos del fondo, como sus restricciones legales y reglamentarias que establece el Reglamento de Gestión del Fondo respecto de sus inversiones.
- Política de inversiones. En este caso el análisis se dirige primordialmente a las restricciones en materia de inversión que presenta cada tipología de fondo y al nivel

de cumplimiento de éstas por la Sociedad Gestora. Por ejemplo, en los fondos monetarios habrá especial interés en variables como la concentración de inversiones por entidad, el margen máximo de liquidez o el promedio ponderado máximo para los vencimientos de la cartera. Por su parte, el estudio de fondos de renta variable se centrará en mayor medida en analizar las clases y tipos de acciones y títulos en los que se materializaría la inversión.

- Gestión de la administración del fondo. Este abarcará aspectos como:
 - Personal. Contempla parámetros como la experiencia y capacidad de los administradores del fondo. También presta atención a la medida en que la estructura organizativa permite una comunicación exterior e interior eficiente.
 - Estructuras. Analiza la estructura y políticas operativas, atendiendo a su vez la delegación de responsabilidades y un seguimiento general del desempeño.
 - Controles. A priori se configura como uno de los parámetros claves en la evaluación de la Sociedad Gestora. Mediante controles internos y externos se hará un seguimiento de aspectos como el proceso de selección de inversiones o los manuales de políticas de compañía y sus procedimientos.
 - Sistemas. Se estudian aspectos relativos al sistema como los controles del mismo, sus niveles de acceso o el ingreso de datos.

2. Análisis de la cartera de inversión:

Este análisis se centra en la información referente a las inversiones realizadas por la Sociedad Gestora, estudiándolas tanto de manera conjunta como individual. Standard and Poor's evaluará la cartera de inversión en función de las características propias a cada tipo de fondo de inversión, con la intención de analizar "los riesgos asociados a la calidad, clase y diversidad de los instrumentos que integran la cartera del fondo" (Standard and Poor's, 2017). En el análisis de cartera de inversión, esta agencia de rating estudia variables como:

- Cantidad invertida según el tipo de activos.
- Características del activo según su tipo, como el nivel de liquidez, el interés aplicable, volatilidad o la divisa.
- Datos agregados de la cartera. Por ejemplo, su volatilidad, los retornos o concentración de activos por entidad, sector o área geográfica.
- Calificación de los activos, si existiese.

Hay que precisar que estos parámetros se tienen en cuenta para cualquier tipo de calificación. Sin embargo, a la hora de aplicar una metodología, estos se incluyen en un índice referencial que dependerá del tipo de fondo y del mercado en cuestión.

3. Evolución patrimonial:

Esta categoría incluye variables de estudio como la liquidez del fondo, la evolución de las participaciones y su valor liquidativo por períodos, e incluso la política de comisiones y gastos del fondo tenidos en cuenta a la hora de calcular el valor liquidativo de las participaciones.

La asignación de una calificación definitiva por parte de Standard and Poor's no se basará únicamente en un estudio sistemático de las variables anteriormente expuestas. Esta calificación contará con el juicio de un comité de profesionales que definirán junto a representantes de la Sociedad Gestora el rating otorgado a cada emisión.

Por otro lado, es necesario enfatizar que, aunque el rating se base en estas variables, la forma de obtención del mismo dependerá del tipo de fondo analizado y de la categoría de calificación.

Standard & Poor's presenta diversas calificaciones sobre aspectos relativos a fondos de inversión. Estas tres categorías son:

- Según su calidad crediticia:

Las calificaciones de la calidad crediticia de los fondos de inversión presentan diversas categorías en función de la protección que ofrece a los inversores contra pérdidas por incumplimiento de pagos. Esta calificación se emplea en fondos de inversión de renta fija. Como singularidad, el sistema de triple A de Standard and Poor's añade el sufijo "f" al rating de la calidad crediticia para conseguir su distinción.

Tabla 7.1

Calificación de Fondos de Inversión según su calidad crediticia - S&P's

Rating	Definición
AAAf	La cartera del fondo proporciona una seguridad extremadamente fuerte contra pérdidas por incumplimientos de pago
AAf	La cartera del fondo proporciona una seguridad muy fuerte contra pérdidas por incumplimientos de pago
Af	La cartera del fondo proporciona una seguridad fuerte contra pérdidas por incumplimientos de pago
BBBf	La cartera del fondo proporciona una seguridad adecuada contra pérdidas por incumplimientos de pago
BBf	La cartera del fondo proporciona una seguridad incierta contra pérdidas por incumplimientos de pago
Bf	La cartera del fondo proporciona vulnerabilidad contra pérdidas por incumplimientos de pago
CCCf	La cartera del fondo proporciona extrema vulnerabilidad contra pérdidas por incumplimientos de pago

Nota: "Las categorías comprendidas de la 'AAf' a la 'CCCf', se pueden modificar agregándoles el signo de más (+) o menos (-) para destacar su relativa fortaleza dentro de cada una de ellas" (Standard & Poor's, 2016)

- Según la volatilidad del Fondo de Inversión:

Esta calificación refleja una opinión prospectiva de la agencia “sobre la sensibilidad del fondo con respecto a los movimientos de la tasa de interés, riesgo crediticio, la diversificación o concentración de inversiones, la liquidez, el plazo de vencimiento y otros factores” (Standard and Poor’s, 2016). En este caso, la simbología empleada es la ‘S’ seguido de un número del 1 al 6. Este tipo de valoración puede ser realizada para cualquier fondo.

Tabla 7.2

Calificación de Fondos de Inversión según su volatilidad - S&P’s

Rating	Definición
S1	Fondos con baja sensibilidad a condiciones cambiantes del mercado
S2	Fondos con sensibilidad baja-moderada a condiciones cambiantes del mercado
S3	Fondos con sensibilidad moderada a condiciones cambiantes del mercado
S4	Fondos con sensibilidad moderada-alta a condiciones cambiantes del mercado
S5	Fondos con sensibilidad alta a condiciones cambiantes del mercado
S6	Fondos con sensibilidad más alta a condiciones cambiantes del mercado

Fuente: Standard and Poor’s (2016).

- Según la estabilidad del capital:

A través de esta calificación, Standard and Poor’s trata de mostrar su opinión sobre la seguridad del capital invertido. Por su aplicación, también se le denomina como calificación de fondos del mercado de dinero.

Tabla 7.3

Calificación de Fondos de Inversión según la estabilidad del principal - S&P’s

Rating	Definición
AAAm	Fondos con capacidad extremadamente fuerte para mantener la estabilidad del principal y para limitar su exposición a pérdidas por riesgo crediticio
Aam	Fondos con capacidad muy fuerte para mantener la estabilidad del principal y para limitar su exposición a pérdidas por riesgo crediticio
Am	Fondos con capacidad fuerte para mantener la estabilidad del principal y para limitar su exposición a pérdidas por riesgo crediticio
BBBm	Fondos con capacidad adecuada para mantener la estabilidad del principal y para limitar su exposición a pérdidas por riesgo crediticio
BBm	Fondos con características especulativas y una capacidad incierta para mantener la estabilidad del principal y para limitar su exposición a pérdidas por riesgo crediticio
Dm	Fondos que no han conseguido mantener la estabilidad del principal, generando pérdidas realizadas o no realizadas del principal.

Nota: “Los símbolos de más (+) o menos (-) asignados a las calificaciones de ‘AAm’ a ‘BBm’ muestran una posición relativa dentro de las categorías principales de calificación” (Standard & Poor’s, 2016)

Entre otras variables, al valorar la estabilidad del capital Standard and Poor's se centra en la calidad crediticia de las inversiones y contrapartes del fondo y su exposición al riesgo-precio de mercado. Como se ha podido apreciar en la tabla 7.3, para distinguir su simbología añade el sufijo 'm' al sistema de triple A empleado comúnmente.

7.3 Criterios de calificación según Moody's.

La segunda agencia de rating según su cuota de mercado en el Europa es Moody's. En cuanto a la valoración de fondos de inversión, se destaca la elaboración de diversas calificaciones que dependerán de sus respectivas tipologías. A continuación, se expone la metodología para cada uno de estos tipos y su calificación correspondiente.

7.3.1 Calificación de Fondos de Inversión de renta fija según Moody's.

Mediante la elaboración del rating para Fondos de Inversión de Renta Fija, Moody's expresa su opinión sobre la solvencia de los activos que forman parte del fondo de inversión tras la evaluación de una serie de variables relativas a este. Sin embargo, esta valoración no refleja otros riesgos como de liquidez o de los tipos de interés, más característicos de fondos del mercado monetario.

La evaluación de fondos de renta fija llevada a cabo por Moody's se encuentra fundamentada en un análisis cuantitativo y cualitativo de diversas variables.

El análisis cuantitativo de Moody's para los Fondos de Renta Fija se basa en esencialmente en tres factores.

- Cartera de inversiones. La evaluación de los fondos se inicia mediante el estudio de la cartera de calificaciones, para ello emplea el método de la Matriz Crediticia de Moody's. Mediante esta se obtiene una cantidad específica de la pérdida esperada basada en dos la calificación a largo plazo de cada valor y a la pérdida esperada asociada con esa calificación. Con esta matriz se obtiene las calificaciones de los valores subyacentes, que podrán ser ajustadas si así los estima un Comité de Calificación.
- Políticas de liquidez. Los fondos de inversión tienen la peculiaridad de ser productos financieros altamente líquidos, teniendo especial mención en la legislación europea. Por este motivo Moody's considera una variable clave las políticas establecidas en el Reglamento de Gestión del fondo.
- Participaciones. Desde la agencia consideran importante cómo se encuentra estructurado el capital del fondo de inversión. Tanto cantidad, distribución como tendencia de suscripción y reembolso pasan a ser variables susceptibles de valoración.

Por otro lado, Moody's analiza variables cualitativas referentes al fondo de inversión y de la Sociedad Gestora del mismo. Esta evaluación contempla los criterios expuestos a continuación:

- Sociedad Gestora. Moody's estudia el posicionamiento de esta en el sector, así como su capacidad y experiencia. Además, analiza otros elementos como su estructura organizativa los procesos y controles orientados a la toma de decisiones relativas a la inversión.
- Régimen de comisiones. A sabiendas de la importancia que tiene la política de comisiones en los fondos de inversión, Moody's hace énfasis en ella mediante la evaluación tanto de la Sociedad Gestora como la Entidad Depositaria, ya que su remuneración influye en el capital del fondo y, por ende, al valor liquidativo y rentabilidad de los partícipes.
- Reglamento de Gestión del Fondo de Inversión. Moody's analiza la estructura legal del fondo y el grado de cumplimiento de los límites de inversión marcados por la normativa.
- Políticas de inversión. En último lugar, la agencia evalúa la estrategia seguida por la Sociedad Gestora a la hora de acometer las inversiones.

Tras evaluar cualitativa y cuantitativamente al fondo, Moody's procede a su calificación. En función de la interpretación del riesgo crediticio que supone invertir en este, la agencia establece una escala de nueve niveles, recogida en la tabla 7.4.

Tabla 7.4

Calificación de Fondos de Renta Fija - Moody's

Rating	Definición
Aaa-bf	Fondos con activos de la más alta calidad crediticia
Aa-bf	Fondos con activo de alta calidad crediticia
A-bf	Fondos con activos de calidad crediticia media-superior
Baa-bf	Fondos con activos de calidad crediticia media
Ba-bf	Fondos cuyos activos son juzgados por tener elementos especulativos
B-bf	Fondos cuyos activos son considerados especulativos
Caa-bf	Fondos con activos de baja calidad crediticia
Ca-bf	Fondos con activos altamente especulativos que incumplieron o están cerca de incumplir, aunque con perspectiva de recuperación de capital e intereses
C-bf	Fondos con activos que están en incumplimiento, con pocas perspectivas de recuperación de capital e intereses.

Fuente: Moody's (2015).

7.3.2 Calificación de Fondos de renta mixta y variable según Moody's.

Por otro lado, esta agencia también califica la calidad de las inversiones de los fondos de renta variable y mixta. En este caso, la valoración se centra en la “performance histórica ajustada al riesgo, así como en los procedimientos de toma de decisiones, controles administrativos y el servicio al cliente de la Sociedad Gestora” (Moody's, 2015). De esta frase se desprende que, en la elaboración de la calificación de este tipo de fondos, Moody's hace uso tanto de técnicas cualitativas como cuantitativas para su obtención.

El proceso de evaluación se basa en una evaluación de dos criterios: las características del fondo y en los atributos de la Sociedad Gestora.

- Las características del fondo:

El estudio de las características del fondo proporcionará una clasificación relativa de los fondos variables y mixtos, siempre y cuando estos lleven operando en los mercados financieros al menos 3 años. En su análisis se emplean diversas técnicas cuantitativas como la ratio de gastos, que mide la correlación entre los costes que incurre el fondo cuando opera al desempeño del mismo.

A través de este criterio, también se mide el rendimiento del fondo mediante la aplicación de dos ratios. Por un lado, la ratio de información evalúa la capacidad de la Gestora para añadir valor incremental en relación al riesgo incremental, siendo mejor el rendimiento cuanto mayor sea la ratio, “ya que refleja el grado en que el fondo ha superado al índice de referencia” (Moody's, 2015). La otra ratio empleada es la de pérdida máxima, que expresa la mayor pérdida experimentada por el fondo durante un definido horizonte temporal.

- Atributos de la Sociedad Gestora:

El segundo criterio tenido en cuenta por Moody's en la calificación de fondos de renta variable y mixta busca identificar los elementos claves de la Sociedad Gestora que influyen en el desempeño del fondo. El análisis está basado en el método denominado como Evaluación de la Sociedad Gerente del fondo sobre la Calidad de Administración de la Inversión (MQ). Mediante este procedimiento se examina el nivel de calidad y experiencia de la Gestora a través de tres factores claves: el servicio al cliente, el perfil financiero y las actividades de administración de las inversiones.

Para su óptimo estudio, Moody's emplea una tabla ponderada con diferentes sub-factores. Por ejemplo, la variable servicio al cliente estará conformada por los sub-factores interacción con clientes, retención de clientes y efectividad del servicio.

Una vez analizados ambos criterios, Moody's mediante una tarjeta de puntuación establece los resultados correspondientes a cada fondo de inversión analizado, véase figura 7.2.

Tarjeta de Puntuación (Scorecard) de Fondos con al menos 3 años de Historia*

Factores	Ponderación
Características del Fondo	
Ratio de Gastos	25%
Ratio de Información	15%
Ratio de Pérdida Maxima	10%
Atributos de la Sociedad Gerente del Fondo	50%
Total	100%

Figura 7.2: Tarjeta de puntuación para Fondos de Renta Variable y Mixta según Moody's
Fuente: Moody's (2011).

Una vez obtenido el resultado, la agencia procede a la calificación de los fondos en una escala de cinco niveles según la calidad de inversión a otros fondos con una estrategia similar, como se puede apreciar en la tabla 7.5.

Tabla 7.5

Calificación de Fondos de Renta Variable y Mixta - Moody's

Rating	Definición
EF-1	Fondos con más alta calidad de inversión respecto a otros con estrategia de inversión similar
EF-2	Fondos con alta calidad de inversión respecto a otros con estrategia de inversión similar
EF-3	Fondos con moderada calidad de inversión respecto a otros con estrategia de inversión similar
EF-4	Fondos con baja calidad de inversión respecto a otros con estrategia de inversión similar
EF-5	Fondos con más baja calidad de inversión respecto a otros con estrategia de inversión similar

Fuente: Moody's (2011).

7.3.3 Calificación de Fondos del mercado monetario según Moody's.

Los fondos del mercado monetario también tienen su lugar en las calificaciones emitidas por Moody's. En este caso, no son valoraciones sobre riesgo crediticio, sino que emiten una opinión sobre la calidad de las acciones y activos que tiene el fondo de inversión.

El método de evaluación empleado por la compañía de rating se fundamenta en dos factores claves del fondo y otros estándares secundarios de carácter cualitativo, como la capacidad de gestión de la Sociedad Gestora. Estos criterios son la calidad de los activos que

conforman la cartera del fondo y el nivel de estabilidad de la cartera, teniendo en cuenta los riesgos de mercado y liquidez que supone operar en entornos dinámicos de los mercados de dinero.

En la evaluación de la calidad de los activos pertenecientes a la cartera de un fondo, se aplica la técnica de la Matriz Crediticia de Moody's. En este análisis, la agencia considera tanto la calidad individual de los activos, como el vencimiento de estas inversiones siendo favorables aquellas a corto plazo ya que soportan un menor riesgo absoluto. Mediante el método de la Matriz Crediticia, Moody's atribuye una cantidad específica de pérdidas a cada uno de los elementos, las que proporcionan una ratio que permitirá su categorización.

Por su parte, el estudio de la estabilidad de la cartera del fondo a calificar por Moody's comporta a su vez el análisis de diversas variables. En primer lugar, Moody's examina el activo que compone el fondo, haciendo especial hincapié en el nivel de concentración tanto de los inversores como de la cartera, y la vida media ponderada de esta última. Otro factor que tiene en cuenta en su evaluación es la liquidez del fondo y de su cartera, mediante la consideración de la calidad de los activos, su estructura y su periodo de vencimiento. El último factor que contempla la evaluación de la estabilidad de la cartera es la exposición del fondo al riesgo de mercado mediante la técnica test de estrés.

Mediante la combinación de ambas evaluaciones, Moody's asigna una calificación al fondo que quedará categorizado según la calidad de sus inversiones en uno de los seis niveles que presenta la escala recogida en la tabla 7.6.

Tabla 7.6

Calificación de Fondos del Mercado Monetario - Moody's

Rating	Definición
Aaa-mf	Fondos con muy alta capacidad proporcionar liquidez y preservar el capital
Aa-mf	Fondos con capacidad alta de proporcionar liquidez y preservar el capital
A-mf	Fondos con capacidad moderada de proporcionar liquidez y preservar el capital
Baa-mf	Fondos con capacidad marginal de proporcionar liquidez y preservar el capital
B-mf	Fondos con capacidad marginal de preservar el capital pero incapaces de proveer liquidez
C-mf	Fondos incapaces de proveer liquidez ni preservar el capital

Fuente: Moody's (2016).

7.4 Criterios de calificación según Fitch Ratings.

El método de elaboración de rating de fondos de inversión por el grupo estadounidense Fitch se basa en un “enfoque de tres pilares: una evaluación de la capacidad de gestión de

la administración, un análisis operacional de ‘aprobación/rechazo’ y un análisis de las características del fondo y sus activos subyacentes” (Fitch Ratings, 2015).

El procedimiento empleado por Fitch se asienta en el análisis cuantitativo y cualitativo de una serie de criterios asociados directamente al enfoque de tres pilares.

En el proceso de evaluación de la capacidad de gestión del fondo, Fitch tiene en cuenta las siguientes variables:

- Proceso de inversión. La agencia se centra en el análisis de aspectos como la filosofía y el propio proceso de inversión. Además, evalúa el proceso de toma de decisiones sobre las inversiones a acometer, así como los procesos de monitoreo y control de la Sociedad Gestora.
- Recursos de la Sociedad Gestora. En el estudio de este parámetro, Fitch tiene en cuenta la disponibilidad de recursos humanos y tecnológicos que tiene la Sociedad Gestora. Respecto a los recursos humanos se centra en aspectos como la experiencia profesional y la idoneidad y orientación de la organización del personal hacia los requerimientos de la organización del fondo de inversión. Por su parte, el análisis de los aspectos tecnológicos busca conocer la medida en que satisfacen las necesidades de gestión y si permiten el desarrollo de las actividades de administración de cartera.
- Experiencia, compromiso estratégico y situación financiera de la Sociedad Gestora. Como bien indica la propia agencia, en este caso “evalúa la estabilidad, sostenibilidad y capacidad de la organización para proveer un ambiente favorable para alcanzar los objetivos del fondo” (Fitch Ratings, 2017).

En el análisis del segundo pilar establecido por Fitch Ratings denominado como análisis operacional de Aprobación/Rechazo, la Agencia se centra en la evaluación de la estructura legal, regulatoria y operacional del fondo. Este proceso es muy importante, ya que únicamente podrán ser valorados por la agencia aquellos fondos que consigan pasar dicha evaluación. Algunos estándares a tener en cuenta en esta evaluación operacional son:

- La existencia de una estructura directiva clara y ajustada a la regulación.
- Modelo de control relativo a conflictos de interés y limitaciones regulatorias.
- Definición clara de las políticas de fijación de precios.
- Contenido adecuado y frecuencia de entrega de informes y folletos al inversor.

El tercer pilar se centra en el análisis de las características del fondo y el cumplimiento de los objetivos. En este estudio, la política de inversiones y los objetivos del fondo recogidos en los folletos divulgativos de la Sociedad Gestora pasan a tener un primer papel. Fitch toma en consideración entre otros aspectos “la coherencia entre el objetivo, estrategia, políticas

y límites de inversión” (Fitch Ratings, 2015). Entre los parámetros que revisa en el tercer proceso se encuentran:

- La cartera de Inversiones. Aspectos relativos a diversificación de cartera, riesgo asociado a su composición o el grado de liquidez.
- La estructura del Fondo. Contempla la coherencia entre la estructura de éste con su estrategia de inversión, así como un análisis de la estructura de los ahorradores que componen el fondo de inversión.
- Evaluación del endeudamiento. Se analiza la coherencia entre el nivel de endeudamiento y la política de inversión, para que los inversores no sean expuestos a un mayor riesgo.
- Evaluación del Desempeño Financiero. Contempla la evaluación del fondo, de forma indirecta para valorar la adecuación de las decisiones de inversión tomadas por la Sociedad Gestora.

En el estudio de estos parámetros, esta agencia calificadora establece un sistema de puntuación. Al aplicar esta técnica, Fitch intenta establecer valoraciones lo más objetivas posibles y facilitar el uso de la metodología a cada fondo. Las diversas categorías analizadas, se clasifican en una escala de cuatro puntos: fuerte, bueno, débil e inadecuado.

Este proceso analítico culmina con la asignación de una calificación al fondo de inversión, siendo esta “una opinión independiente sobre la capacidad en la gestión de la Sociedad Gestora y la probabilidad de cumplimiento de los objetivos de inversión” (Fitch Ratings, 2015). A continuación, en la tabla 7.7 se muestra la escala de cinco niveles que utiliza Fitch para calificar a los fondos de inversión.

Tabla 7.7

Calificación de Fondos de Inversión - Fitch Ratings

Rating	Definición
FI1	Fondos con probabilidad más alta de cumplir en el largo plazo con sus objetivos de inversión
FI2	Fondos con muy alta probabilidad de cumplir en el largo plazo con sus objetivos de inversión
FI3	Fondos que demuestran una alta probabilidad de cumplir en el largo plazo con sus objetivos de inversión
FI4	Fondos que demuestran suficiente probabilidad de cumplir en el largo plazo con sus objetivos de inversión
FI5	Fondos que demuestran una inadecuada probabilidad de cumplir en el largo plazo con sus objetivos de inversión
Sin información suficiente	Fondos que no presentan información suficiente para evaluar sus objetivos y políticas de inversión.

Fuente: Fitch Ratings (2015)

8. Otras instituciones de análisis y calificación de fondos de inversión.

Si bien ha sido comentada la necesidad de que la agencia de calificación esté registrada ante los organismos europeos pertinentes para tener la confianza de las instituciones europeas e inversores, ello no implica que la actividad de rating se limite a dichas agencias. De esta manera, la realidad muestra como en los mercados financieros coexisten las agencias de rating oficiales con otras instituciones privadas que igualmente emiten un juicio sobre la calidad crediticia de determinadas emisiones y emisores.

8.1 Morningstar, Inc.

En este segundo grupo, destaca la compañía Morningstar. Esta institución es considerada la empresa líder en análisis financiero independiente en numerosas regiones como América del Norte, Europa y Asia. El objeto social de esta entidad es ofrecer “datos y conclusiones de análisis sobre una amplia oferta de inversión, incluyendo productos de inversión gestionada, sociedades cotizadas en bolsa, mercados de capitales privados y datos de mercados en tiempo real” (Morningstar, Inc., 2017).

Entre todos los servicios de la compañía, el análisis de los fondos de inversión le hace ser uno de los principales referentes del sector. Sus inicios en esta actividad se remontan a 1985, apenas un año después de su fundación. El éxito de Morningstar en el sector de análisis y valoración de inversiones depende en gran parte del reconocimiento que tuvo el denominado como Morningstar Rating TM, popularmente conocido como rating de estrellas.

En la actualidad, dos son las calificaciones más relevantes elaboradas por esta institución. En primer lugar, un actualizado rating de estrellas basado en un análisis puramente cuantitativo. Por otro lado, un reciente método denominado Morningstar Analyst Rating TM, una versión actualizada del antiguo sistema de análisis cualitativo que empleaba.

8.1.1 Morningstar Rating TM.

La calificación de estrellas como se especifica anteriormente, se basa en un análisis cuantitativo del fondo de inversión. En concreto, se basa en el estudio de la rentabilidad ajustada al riesgo. Este sistema de rating, asigna calificaciones basadas en comparaciones de fondos pertenecientes a una misma categoría. Estas categorías son definidas por la misma compañía en base a la exposición al factor riesgo de las inversiones que componen la cartera del fondo.

El cálculo del rendimiento ajustado al riesgo llevado a cabo por Morningstar se realiza en tres pasos. Estos cálculos se efectúan en variables mensuales, aunque sus resultados serán finalmente transformados en términos anuales. A continuación, se expone el procedimiento:

1. Obtención de la rentabilidad total: se calcula la rentabilidad mensual total del fondo, haciéndose un ajuste adicional en caso de ventajas fiscales por dividendos.
2. Obtención del rendimiento Morningstar: se calculan los rendimientos mensuales totales ajustándose al tipo de interés sin riesgo, de forma que se obtiene el Rendimiento Morningstar.
3. Cálculo del rendimiento ajustado al riesgo de Morningstar: para su obtención se ajusta el anterior rendimiento al factor riesgo. El factor riesgo según Morningstar es calculado como la diferencia entre el rendimiento ajustados al tipo de interés sin riesgo y el rendimiento ajustado al riesgo de Morningstar.

La calificación en estrellas de Morningstar únicamente será factible de aplicación cuando el fondo de inversión tenga al menos 36 meses de antigüedad. Es decir, para que Morningstar pueda valorar a un fondo este debe haber estado en funcionamiento durante 3 años. Además, las valoraciones de fondos llevadas a cabo por Morningstar pueden estar realizadas a 3, 5 y 10 años.

A la hora de clasificar las valoraciones, la compañía, una vez calculada la rentabilidad ajustado al riesgo, categoriza a los fondos correspondientes a una misma categoría en función de los resultados obtenidos. De esta manera, a aquellos fondos con rentabilidad más alta se les otorgará la valoración máxima, las cinco estrellas.

Tabla 8.1

Calificación de fondos de inversión según Morningstar RatingTM - Morningstar, Inc.

Rating	Definición
*****	10% de los mejores Fondos de Inversión
****	22,5% de los siguientes Fondos de Inversión
***	35% de los Fondos de Inversión centrales
**	22,5% de los siguientes Fondos de Inversión
*	10% de los peores Fondos de Inversión

Fuente: Morningstar, Inc. (2015)

8.1.2 Morningstar Analyst RatingTM.

Por otro lado, esta compañía analista también emite otra calificación de fondos de inversión basada en el estudio de parámetros cualitativos. Para su elaboración, la compañía cuenta con un experimentado grupo de profesionales destinados al análisis de información relativa al fondo y la posterior justificación de resultados en una serie de informes que emite tras la calificación. Estos analistas otorgan una calificación a “los fondos en función de su convicción en la capacidad del fondo para superar a largo plazo su índice de referencia o a

sus competidores” (Sáenz de Cerceno, 2011). Para valorar la capacidad del fondo para la consecución de dicho éxito se basará en el estudio de cinco criterios: las personas, los procesos, el precio, la performance y la Sociedad Gestora.

- Las personas juegan un papel fundamental en el análisis cualitativo de los fondos de inversión. Estas son consideradas como una de las piezas claves en la obtención de rendimientos superiores respecto otros fondos de la misma categoría. Su estudio contempla la identificación de aquellos individuos que toman las decisiones de inversión, cuál es el procedimiento de resolución de conflictos, la experiencia y competencias del equipo de trabajo y su estabilidad entre otros factores.
- Atendiendo a los procesos, desde Morningstar buscan fondos con un proceso lo suficientemente distintivo como para generar resultados extraordinarios en el futuro. En este sentido, la compañía defiende la necesidad de existir congruencia entre la cartera del fondo y los objetivos de rentabilidad con los procesos de inversión llevados a cabo por la Sociedad Gestora. Entre las variables relevantes que estudian los analistas se encuentran la filosofía de inversión de la Sociedad Gestora, cómo ejecuta la Gestora los procesos claves de inversión y los riesgos que conlleva el proceso.
- La firma gestora, al igual que sucedía con las agencias de calificación registradas, vuelve a constituirse como un criterio en la evaluación cualitativa del fondo de inversión. En este caso, elementos como la estructura organizacional, la capacidad de gestión, de reclutamiento de talento y la alineación estratégica de la Sociedad Gestora con los intereses de los partícipes del fondo son tenidos en cuenta como algunas de las variables a tratar por los analistas.
- En cuanto a la performance, esta podría ser entendida como el desempeño del fondo. A través de este criterio, la compañía intenta reflejar en su valoración los factores rentabilidad y riesgo a largo plazo. Uno de los principios de esta evaluación es la necesidad de tener claras expectativas sobre el desempeño futuro del fondo independientemente del tipo de mercado y de su entorno, basándose en un efectivo análisis del fondo y de su cartera.
- El último criterio utilizado en el Morningstar Analyst Rating es el precio, entendido como las comisiones asociadas a la administración del fondo de inversión. Desde la propia compañía se asegura que este criterio es un buen predictor de la evolución del fondo. Además, hay que tener en cuenta que este precio supone un coste para los inversores y, a consecuencia de este, hará menos atractivo invertir en el fondo de inversión.

El proceso de calificación del Morningstar Analyst Rating culmina con la asignación de una calificación por parte de los analistas, la cual deberá ser aprobada por un comité de rating. Estas valoraciones se encuentran recogidas en una escala de cinco niveles, que clasifica a los fondos en función del grado de convicción de su capacidad para ser mejores a los demás fondos de su misma categoría, como se puede apreciar en la tabla 8.2.

Tabla 8.2

Calificación de fondos de inversión según Morningstar Analyst Rating - Morningstar, Inc.

Rating	Definición
Gold	Fondos de mayor convicción según los 5 pilares
Silver	Fondos de alta convicción según los 5 pilares
Bronze	Fondos de suficiente convicción según los 5 pilares
Neutral	Fondos que no generan rentabilidad suficiente ni se comportan peor que la media
Negative	Fondos con al menos un defecto que puede perjudicar su rentabilidad futura

Fuente: Morningstar, Inc. (2011).

8.2 VDOS.

En el sector de análisis y calificación español también encontramos VDOS, una empresa destinada a la “prestación de servicios de información financiera sobre la base de la tecnología para la industria de gestión de activos” (VDOS, 2017). Esta compañía privada proporciona información de Instituciones de Inversión Colectiva nacionales y extranjeras y fondos de pensión a instituciones financieras, inversores y asesores.

El rating elaborado por VDOS está basado en métodos cuantitativos de análisis, en concreto el Ratio Sharpe. Esta calificación cuantitativa parte del exceso de rentabilidad, siempre ajustado al riesgo, del fondo de inversión respecto a su Categoría VDOS utilizando datos de rentabilidad de los últimos tres años.

Del párrafo anterior se extrae que la valoración emitida por esta compañía únicamente tiene sentido compararla con aquellos fondos de su misma categoría, la cual estará marcada por los criterios de VDOS. Esta categorización del fondo está basada en ciertos parámetros como las políticas de inversión del fondo, los tipos de activo que componen su cartera, su estructura de garantía, la zona geográfica en la que opera y la moneda en la que se materializó la inversión.

Tras la valoración de cada uno de ellos, se clasificarán en una escala de cinco niveles, donde el 10% de los mejores fondos calificados obtendrá el mayor número de estrellas. En la tabla 8.3, se muestra cómo la compañía VDOS clasifica a los fondos de inversión según su rating.

Tabla 8.3*Escala de calificaciones de Fondos de Inversión - VDOS*

Rating	Definición
*****	10% de fondos mejor valorados
****	20% de los fondos siguientes
***	30% fondos intermedios
**	20% de los fondos siguientes
*	10% de los fondos peor valorados

Fuente: VDOS (2017).

Las valoraciones que emite esta empresa no deben ser entendidas como una recomendación de inversión, ya que no se puede prever la rentabilidad del fondo con certeza a través de un análisis histórico. Por este motivo, estas valoraciones servirán a los inversores como una referencia emitida por una compañía especializada en el análisis de instrumentos financieros.

9. Estudio Empírico.

Mediante el presente caso empírico se pretende contrastar la existencia de relaciones de dependencia entre las variables rentabilidad de un fondo de inversión y el rating otorgado por una institución de rating, en aras de verificar la congruencia de sus calificaciones.

Ante la multiplicidad de calificaciones otorgadas por las agencias de rating, se decide emplear aquellas establecidas por la institución Morningstar Inc. El motivo de su elección se basa en la importancia y notoriedad de la compañía en el sector calificador, siendo pionera con su rating de estrellas en el análisis cuantitativo de fondos de inversión. Morningstar presenta un contexto ideal para tratar las posibles relaciones de sus calificaciones al emitir dos tipos de rating basado en diferentes criterios, por un lado, el Morningstar RatingTM en criterios cuantitativos y, por otro, el Morningstar Analyst RatingTM basado en parámetros cualitativos. De esta forma se busca la influencia que puede llegar a tener entre sí y, en su caso, determinar qué podrían justificarla.

9.1 Metodología.

Asimismo, mediante el presente trabajo empírico se pretende analizar la dependencia existente entre los ratings con la rentabilidad mostrada por el fondo, estudiando su relación de forma independiente. La elección del parámetro rentabilidad del fondo se justifica por dos motivos principalmente. En primer lugar, la falta de información acerca de las diversas variables y características de los fondos de inversión por parte de la totalidad agencias insta a la selección de esta variable como objeto de estudio. Sin embargo, el principal motivo que

justifica su elección es que la rentabilidad del fondo de inversión puede ser considerada como el objetivo prioritario de los ahorradores que deciden invertir. Hay que tener en cuenta que Morningstar únicamente emite calificaciones a fondos con al menos tres años de antigüedad, al considerar ese lapso de tiempo como necesario para reflejar información veraz y de calidad para emitir valoraciones objetivas. En la tabla 9.1 se describen las variables empleadas en los análisis efectuados.

Tabla 9.1

Definición y descripción de variables

Variable	Descripción
Morningstar Rating	Calificación de Morningstar basada en criterios cuantitativos
Morningstar Analyst Rating	Calificación de Morningstar basada en criterios cualitativos
Rentabilidad a 3 años	Rentabilidad acumulada del fondo de inversión a 3 años

Fuente: Elaboración propia

En atención a la muestra seleccionada para llevar a cabo los procedimientos estadísticos, se ha seleccionado observaciones de una única categoría de fondos de inversión de las clasificaciones establecidas por Morningstar. Esto se debe a que los ratings de los fondos reflejan su competitividad respecto a los demás fondos de su misma categoría, haciendo inviable cualquier comparación con ratings no pertenecientes a la misma. La categoría seleccionada para obtener la muestra es “*Fondos de Inversión de Renta Variable Europa Capital Grande Blend*”, al aportar un número suficientemente amplio de fondos de inversión que hubiesen sido calificados mediante el rating de estrellas y el rating analítico, de forma que permitiese obtener conclusiones veraces tras su análisis. Teniendo en cuenta el carácter dinámico de los datos empleados, hay que precisar que éstos fueron recopilados de la propia página web de Morningstar a fecha de 10 de abril de 2017. En el anexo I, se recogen la totalidad de la muestra seleccionada compuesta por un total de 95 observaciones.

Para hacer posible el tratamiento de datos de las variables categóricas y su posterior análisis de la relación mediante el método de regresión lineal simple, es necesario establecer una paridad numérica para ambas variables, Morningstar Rating y Morningstar Analyst Rating. Al tratarse de escalas ordinales que representan la posición en la que se encuentra el fondo respecto a los de su misma categoría, se procede a establecer una valoración de 1 a 5, en función de su posición jerárquica en la escala de cada tipología de rating. A continuación, se muestra la transformación numérica de cada nivel en la escala en la tabla 9.2.

Tabla 9.2*Transformación numérica de las calificaciones de Morningstar*

Morningstar Rating	Valor según posición jerárquica	Morningstar Analyst Rating
*	1	Negative
**	2	Neutral
***	3	Bronze
****	4	Silver
*****	5	Gold

Fuente: Elaboración propia.

La primera hipótesis a contrastar versa sobre la relación entre los dos ratings de Morningstar, de manera que se busca determinar la relación existente entre ambas variables. Al tratarse de variables categóricas y de escala ordinal, es decir, expresan una cualidad del fondo de inversión y permite establecer un orden entre ellos, se recurre al método estadístico de tabla de contingencia. Mediante el empleo de esta metodología, se busca estudiar la existencia de asociación entre los ratings otorgados a cada una de las observaciones y conocer la homogeneidad entre ambas variables.

La segunda y tercera hipótesis a contrastar tiene como finalidad verificar las relaciones de dependencia existentes entre la variable rentabilidad acumulada del fondo de inversión a 3 años y las variables Morningstar Rating y Morningstar Analyst Rating de forma independiente. Para su estudio, se recurre el método estadístico conocido como Modelo de Regresión Lineal Simple, destinado al estudio descriptivo de dos variables y las relaciones de dependencia entre sí. En este caso, el empleo de esta metodología de análisis se encuentra justificado por su sencillez y utilidad para establecer una primera aproximación en el estudio descriptivo de dos variables.

9.2 Resultados.

A continuación, se exponen los diferentes enunciados que se pretenden contrastar a través de los métodos anteriormente especificados.

H₁: Existencia de relación de dependencia entre las variables Morningstar Rating y Morningstar Analyst Rating.

Para realizar este contraste se recurre al método de tabla de contingencia, el cual se basa en un contraste estadístico basado una distribución Chi-cuadrado. El estudio de ambas variables categóricas reporta los siguientes resultados.

Tabla 9.3

Resultados Tabla de Contingencia: Morningstar Rating y Morningstar Analyst Rating.

Parámetro	Resultado
Estadístico de contraste	2,021
Grados de libertad	3
P-valor	0,5681

Fuente: Elaboración propia.

La regla de decisión queda determinada por el p-valor y el nivel de significación (α), el cual queda fijado en un 5%. En este caso, como el valor p es superior a α , $0,5681 > 0,05$, no existe suficiente evidencia estadística para aceptar la hipótesis H_1 . De la siguiente manera, no habría evidencia estadística para rechazar que existe independencia entre Morningstar Rating y Morningstar Analyst Rating.

El segundo análisis se centra en la relación de dependencia existentes entre la variable rentabilidad acumulada del fondo de inversión a 3 años y cada una de las calificaciones asignadas por Morningstar a estos. El enunciado a contrastar mediante este análisis se formula de la siguiente forma:

H_2 : Existe relación de dependencia entre las variables Morningstar Rating y rentabilidad.

Los resultados obtenidos mediante el modelo de regresión lineal simple quedan recogidos en la tabla 9.4.

Tabla 9.4

Resultados del MRLS entre Morningstar Rating y Rentabilidad

Parámetro	Resultado
Carencia de ajuste	0,5442
R-cuadrado	56,65%
Correlación	0,7526

Fuente: Elaboración propia

En la interpretación de los resultados obtenidos se atiende en primer lugar a la prueba de carencia de ajuste. A través de ésta, se obtiene información acerca del ajuste de los datos a un modelo lineal. La regla de decisión para contrastar la hipótesis viene definida por el valor-p respecto al nivel de significación (α), para un nivel preestablecido del 5%. Como el $p\text{-valor}=0,5442 > \alpha=0,05$, se podría afirmar que, a un nivel de significación del 5%, existe suficiente evidencia estadística para aceptar que los datos tratados se ajustan a un modelo

lineal. A priori, este parámetro muestra la validez de este modelo en el análisis de dependencia de ambas variables.

Una vez confirmado su ajuste al modelo lineal, la atención recae en la relación de dependencia entre ambas variables. Para ello, se presta atención a la correlación resultante de aplicar el modelo. Éste fija la correlación entre las variables analizadas en 0,7526, reflejando así la existencia de una relación fuerte y positiva entre la variable dependiente, Morningstar Rating, y la rentabilidad acumulada del fondo.

Por su parte, el r^2 expresa que un 56,65% de las variaciones de la variable “Morningstar Rating” quedan explicadas por la variable “Rentabilidad acumulada a 3 años”.

En último lugar, se realiza el estudio descriptivo mediante el Modelo de Regresión Lineal Simple de Morningstar Analyst Rating, variable dependiente del modelo, y Rentabilidad. A continuación, se expone el enunciado a contrastar.

H₃: Existe relación de dependencia entre las variables Morningstar Analyst Rating y Rentabilidad.

En la tabla 9.5 se recoge los resultados obtenidos tras el tratamiento de la muestra mediante el modelo de regresión lineal simple.

Tabla 9.5

Resultados del MRLS entre Morningstar Analyst Rating y Rentabilidad

Parámetro	Resultado
Correlación	-0,00221
R-cuadrado	0,05%
Carencia de ajuste	0,1021

Fuente: Elaboración propia

En primer lugar, como ocurría con el anterior análisis, se busca dar respuesta al ajuste lineal de las observaciones que componen la muestra. Para ello, se vuelve a prestar atención a los resultados obtenidos en la prueba de carencia de ajuste, mediante la misma regla de decisión para un nivel de significación del 5%. Como el $p\text{-valor}=0,1021 > \alpha =0,05$, existe suficiente evidencia estadística para afirmar que los datos se ajustan a un modelo lineal.

Una vez comprobado el ajuste al modelo lineal de los datos, se determina el nivel de dependencia entre la variable dependiente, Morningstar Analyst Rating, y la variable Rentabilidad. Una medida de la relación de dependencia entre estas dos variables es la

correlación. Los datos obtenidos mediante el MRLS determinan la existencia de correlación muy débil y negativa, -0,00221. El modelo indica de esta manera una relación prácticamente inexistente entre ambas variables. Asimismo, el r^2 del modelo expresa que sólo el 0,05% de las variaciones de la variable Morningstar Analyst Rating son explicadas por la variable Rentabilidad.

9.3 Limitaciones y estudios futuros.

Es necesario enfatizar que el método de regresión lineal simple fue diseñado para estudiar la relación de dos variables numéricas. En este caso, el empleo de esta metodología de análisis se encuentra justificado por su sencillez y utilidad para establecer una primera aproximación en el estudio descriptivo de dos variables. A pesar de la aproximación que ofrece los resultados del estudio, se determina que el modelo de regresión lineal simple no es óptimo para el efectivo análisis de la relación de dependencia entre variables categóricas de escala ordinal y una variable numérica continua. Una de las consecuencias de la naturaleza de las variables analizadas es el incumplimiento de la condición de homocedasticidad, exigidas por obligatoriedad en el análisis de dos variables mediante Modelo de Regresión Lineal Simple.

Como fue expuesto anteriormente, el empleo de este modelo se justifica por su sencillez y podría emplearse como una primera aproximación, no vinculante, en el análisis de relaciones de dependencia entre dos variables. Como se expone a continuación, el empleo de modelos estadísticos más complejos ofrecería resultados de mayor calidad, aunque a simple vista se puede apreciar que las conclusiones a extraer irían en el mismo sentido que las anteriores, véase tabla 9.6 y tabla 9.7.

Tabla 9.6

Comparativa de modelos. Análisis entre Morningstar Rating y Rentabilidad.

Modelo	Correlación	R-cuadrado
Cuadrado doble	0,7682	59,01%
Cuadrado de Y	0,7551	57,02%
Cuadrado de X	0,7547	56,95%
Lineal	0,7526	56,65%
Raíz Cuadrada de Y	0,7456	55,59%

Fuente: Elaboración propia.

Tabla 9.7*Comparativa de modelos. Análisis entre Morningstar Analyst Rating y Rentabilidad.*

Modelo	Correlación	R-cuadrado
Inversa de X	0,1422	2,02%
Logaritmo de X	-0,0856	0,73%
Raíz cuadrada doble	-0,0537	0,29%
Cuadrado doble	0,0348	0,12%
Lineal	-0,00221	0,05%

Fuente: Elaboración propia.

Contemplando las anteriores tablas se puede apreciar cómo otros modelos estadísticos mejorarían los resultados obtenidos mediante el modelo de regresión lineal simple al mostrar una mayor bondad del ajuste en ambos análisis, expresado por un r^2 superior al modelo lineal. Por otra parte, las correlaciones expuestas también indican una relación positiva y fuerte entre las variables Morningstar Rating y Rentabilidad, mientras en el estudio de la relación entre Morningstar Analyst Rating y Rentabilidad se sigue apreciando una relación de dependencia muy débil. Consecuentemente, los resultados no distan en exceso de los obtenidos mediante la primera aproximación, pudiendo deducirse conclusiones que reafirman lo anteriormente expresado.

El presente estudio empírico deja, a su vez, nuevas vías de estudios en la relación entre variables de los fondos de inversión y la calificación otorgada por las agencias de calificación. Los resultados obtenidos mediante el uso del Modelo de Regresión Lineal Simple podrían ser mejorados a través de procedimientos estadísticos de mayor laboriosidad, que permitan el pertinente tratamiento de variables categóricas y variables numéricas continuas.

Otra posible futura alternativa de estudio podría consistir en un análisis de la relación existente entre la actual calificación otorgada a los fondos de inversión por parte de Morningstar y su rentabilidad futura. En cierta medida, se podría refrendar la existencia de dependencia o influencia en la evolución de la rentabilidad de un fondo de inversión a corto, medio y largo plazo en función de la calificación establecida por la compañía mediante el empleo de procesos estadísticos e incluso elaborados modelos econométricos.

10. Conclusiones.

A lo largo de este trabajo se ha puesto de manifiesto la importancia que adquieren los fondos de inversión en la canalización de ahorros de inversores particulares e institucionales, así como el papel jugado por las agencias de rating en la valoración y condensación de información sobre el fondo en una simple escala de calificación.

Los fondos de inversión se convierten en un producto fundamental en los mercados financieros gracias a su capacidad para atraer y acumular ahorros de diversos partícipes y diversificar sus inversiones en diversos activos, a la vez que compensa las variables riesgo y rentabilidad.

El atractivo que ofrece los fondos de inversión respecto otros formatos se debe a los beneficios que reporta tanto a los ahorradores. Entre estas ventajas destacan la gestión profesionalizada de las decisiones de inversión, la inmediata liquidez que reporta los fondos mediante el reembolso de las participaciones en un plazo máximo de 72 horas y los beneficios fiscales que supone no tributar hasta el momento del reembolso. De esta forma, es comprensible la tendencia alcista de los fondos de inversión mobiliarios en España, llegando el patrimonio total acumulado en el año 2016 a representar un montante equivalente al 21,13% del PIB nacional del mismo año.

Ante la relevancia que ha adquirido los fondos de inversión en las últimas décadas y la afluencia de inversores particulares, muchos de estos con reducidos conocimientos de inversión, es importante destacar el lugar que han ocupado las agencias de calificación. La opinión mostrada sobre las diversas alternativas de inversión se establece como una referencia a la hora de elegir entre los fondos de inversión. La funcionalidad de la calificación de fondos de inversión no se ciñe únicamente a expresar una opinión sobre la idoneidad de acometer la inversión, reportando también beneficios a las Sociedades Gestoras al reflejar una imagen de marca y reputación que favorezca la atracción de ahorro.

Además, funciona como un mecanismo informativo que facilita la acción reguladora y evaluadora de instituciones supranacionales, favoreciéndose así la transparencia del mercado. En este mismo sentido, desde la Unión Europea se ha apostado una mayor transparencia en el sector mediante el establecimiento de un marco legislativo iniciado con la promulgación del Reglamento (CE) 1060/2009, sobre las agencias de rating y sus procedimientos de calificación. En este se indica expresamente que la metodología de calificación deberá consistir en un proceso riguroso, sistemático, continuo y que puedan ser validados a través de la experiencia histórica.

Gracias a la actuación de la Unión Europea, mediante el establecimiento de un marco legislativo que fomente la comunicación de información interna por parte de las agencias y fomente la transparencia en el sector, ha podido ser realizado este trabajo. Décadas atrás, hubiese resultado imposible acceder de manera directa y pública a información referente a la metodología empleada por las instituciones en la calificación de fondos de inversión.

En la elaboración de ratings cabe destacar que existen numerosos procedimientos en función de la agencia que realice la calificación. No obstante, se propone un proceso general de calificación de fondos consistente en seis etapas: solicitud de la calificación por el fondo de inversión, reunión entre Sociedad Gestora y agencia de rating, análisis y calificación del fondo, comunicación de la calificación a la Gestora, publicación del rating y, en último lugar, la vigilancia y seguimiento del fondo de inversión.

En lo concerniente a la metodología de elaboración de los ratings se concluye que cada agencia de calificación aplica sus propios procesos y se basan por regla general en criterios cuantitativos y cualitativos del fondo de inversión. Asimismo, es común que emitan diversos ratings en función de la tipología del mismo. Por ejemplo, S&P establece la calificación según la calidad crediticia para los fondos de renta fija, mientras los fondos del mercado de dinero se califican a través de una escala basada en la estabilidad del capital.

Los principales parámetros comunes que analizan las diversas agencias a la hora de evaluar la calidad de un fondo de inversión se centran en características cuantitativas del fondo de inversión, como pueden ser la evolución del patrimonio del fondo, el régimen de comisiones del fondo, la política de inversiones y la rentabilidad del mismo. A su vez, las calificaciones contemplan variables cualitativas. Por norma general, suelen tener en cuenta atributos inherentes a la Sociedad Gestora como pueden ser sus procesos administrativos y de control, los recursos humanos y tecnológicos de la sociedad y la experiencia de la misma en el sector.

Otras instituciones de valoración de fondos de inversión deciden establecer calificaciones independientes, en función de si estos se basan en parámetros cuantitativos o cualitativos. Este es el caso de Morningstar, cuyos ratings han sido empleados en el estudio empírico que cierra el presente trabajo.

En primer lugar, en este estudio se verifica la independencia entre las calificaciones otorgadas mediante Morningstar Rating y Morningstar Analyst Rating. De esta manera, se puede afirmar la inexistencia de asociación entre ambos ratings, reafirmandose la postura de la institución Morningstar. Esto indicaría que la calificación otorgada por los analistas en el rating basado en parámetros cualitativos no tiene como referencia el rating cuantitativo fundamentado en la rentabilidad del fondo de inversión. En otras palabras, para la

institución analista la evolución positiva de la rentabilidad de un fondo no tiene por qué estar respaldada por la valoración otorgada a los cinco pilares en que se basa el rating cualitativo. Una interpretación de esta conclusión podría decir que, aunque una Sociedad Gestora tenga gran reputación, desarrolle procesos de gestión eficaces y eficientes y su plantilla esté conformada por un grupo de profesionales experimentados, no necesariamente implica que el fondo de inversión haya evolucionado positivamente en términos de rentabilidad. De esta manera, se puede apreciar el nivel de riesgo e incertidumbre en las que se inmerge un inversionista cuando decide invertir en estos productos financieros.

En el mismo sentido responde el estudio de las relaciones de independencia entre los ratings emitidos por Morningstar y la rentabilidad de los fondos analizados. A pesar de conocer las limitaciones del método analítico, parece lógico que, una vez confirmada la independencia entre ambos ratings, el Morningstar Rating presente una relación positiva con la rentabilidad del mismo mientras el Morningstar Analyst Rating presente una relación débil, prácticamente inexistente. Esto queda interpretado como una ratificación de la no asociación entre ambos ratings. A su vez, se apreciaría cómo la rentabilidad a corto y medio es una variable elemental para el rating cuantitativo, aunque no quedando esta calificación totalmente explicada por esta variable. Consecuentemente, este contempla otros factores que influyen en la calificación del fondo, como es el riesgo que caracteriza al tipo de fondo.

Por su parte, la correlación muy débil entre la calificación establecida en el Morningstar Analyst Rating y la rentabilidad acumulada del fondo hace ver cómo los analistas de Morningstar no asocian los cinco pilares de análisis al beneficio reportado por el fondo de inversión en el medio plazo. Mediante este análisis directo entre ambas variables se destaca que el pilar contemplado en el Morningstar Analyst Rating conocido como performance, cuya traducción es interpretada como rentabilidad o desempeño del fondo, no se apoya directamente en la evolución histórica de la rentabilidad del mismo. De ser así, habría reportado una correlación superior entre ambas variables. De esta manera, se confirma que el desempeño del fondo futuro contempla el análisis de otros factores del mismo y su composición de cartera, sin focalizarse en el recorrido histórico del fondo.

La conclusión general extraída del estudio empírico es que existe una efectiva diferencia entre las calificaciones establecidas mediante ambas metodologías de ratings elaboradas por la institución Morningstar. Confirmándose así la veracidad de los criterios empleados por la compañía, de forma que puede posicionarse en la mente de los inversores, sociedades gestoras y demás agentes de los mercados financieros como una institución veraz y transparente, consiguiendo minimizar cualquier incertidumbre que pueda ensombrecer su actividad calificadora.

11. Bibliografía.

Agencia de calificación de riesgos. (3 de octubre de 2016). *Wikipedia, La enciclopedia libre*. Fecha de consulta: 10 de abril de 2017 desde <https://goo.gl/qXbswn>

Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones. (2016). *Características esenciales de las SICAV*, [en línea]. Recuperado de: <https://goo.gl/IQFGwW> [2017, 13 de abril]

Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones. (2016). *Datos de Instituciones de Inversión Colectiva, 26 de febrero de 2016*, [en línea]. Recuperado de: <https://goo.gl/nfe93y> [2017, 3 de mayo]

Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones. (2016). *Datos de Instituciones de Inversión Colectiva, 31 de diciembre 2016*, [en línea]. Recuperado de: <https://goo.gl/35DJjD> [2017, 5 de mayo]

Barquero Cabrero, J.D., & Huertas Colomina, F.J. (2001). *Manual de Banca, Finanzas y Seguros*. España: Ediciones Gestión 2000, SA

Comisión Europea (2014, 30 de septiembre). Reglamento Delegado (UE) 2015/2. En *Diario Oficial de la Unión Europea [en línea]*. Disponible en: <https://goo.gl/0hT56g>

Comisión Nacional del Mercado de Valores (2017). *El Documentos de Datos Fundamentales para el Inversor*. España: CNMV. Recuperado de: <https://goo.gl/RrkbQq> [2017, 25 de febrero]

Comisión Nacional del Mercado de Valores (2017). *Vocación Inversora*. España: CNMV. Recuperado de: <https://goo.gl/BWNE2i> [2017, 28 de febrero]

Consejo General de Economistas Reaf-Regaf. (6 de enero de 2017). Los cambios fiscales de 2017: Modificaciones que afectan al inversor. *Expansión*. Recuperado de: <https://goo.gl/Pv1Mrh> [2017, 21 de febrero]

European Securities and Markets Authority (2016). *Competition and choice in the rating industry*, [en línea]. France. Disponible en: <https://goo.gl/w2nyn7>

El Gobierno recuerda que S&P daba a Lehman la máxima nota cuando quebró. (24 de abril de 2010). *El Mundo*. Recuperado de: <https://goo.gl/HZXFZU> [2017, 8 de marzo]

Fitch Ratings (2015). *Metodología Calificación de Fondos de Inversión*, [en línea]. Colombia. Disponible en: <https://goo.gl/T8IGh0> [2017, 18 de marzo]

García-Vaquero, V. (1991). *Los Fondos de Inversión en España*, [en línea]. España: Imprenta del Banco de España. Disponible en: <https://goo.gl/kdNfX3> [2017, 26 de febrero]

Jefatura del Estado (2003, 5 de noviembre). Ley 35/2003 sobre Instituciones de Inversión Colectiva. En *Boletín Oficial del Estado* núm. 265 [en línea]. España. Disponible en: <https://goo.gl/UU2kbS> [2017, 17 de febrero]

López Pascual, J. (1996). *El rating y las agencias de calificación*. España: Editorial DYKINSON.

López Pascual, J. (1996). *Los fondos de inversión. Cien preguntas clave y respuestas*. España: Editorial DYKINSON.

Luque, F. (2015). Sobre la importancia de la entidad depositaria. España: *Morningstar España*. Disponible en: <https://goo.gl/SD31Qx> [2017, 20 de febrero]

Martín, S. (23 de abril de 2015). La conveniencia de una Agencia Europea de Rating. *Vozpópuli*. Recuperado de: <https://goo.gl/sCRj5R> [2017, 13 de abril]

Ministerio de Economía y Competitividad (2012, 20 de julio). Real Decreto 1082/2012. En *Boletín Oficial del Estado* núm. 173 [en línea]. España. Disponible en: <https://goo.gl/fv73aA> [2017, 20 de febrero]

Moody's (2015). *Manual de Procedimientos para la evaluación de la Calidad de Inversión de Fondos Comunes de Inversión de Renta Fija*. Disponible en: <https://goo.gl/Q1i9Tt> [2017, 23 de marzo]

Moody's (2011). *Manual de Procedimientos para la evaluación de la Calidad de Inversión de Fondos Comunes de Inversión de Renta Variable y Renta Mixta*. Disponible en: <https://goo.gl/xFH5Ay> [2017, 23 de marzo]

Moody's (2016). *Money Market Funds*, [en línea]. Disponible en: <https://goo.gl/ymtmJD> [2017, 24 de marzo]

Morningstar, Inc. (2016). *Morningstar Rating™ for Funds*, [en línea]. Recuperado de: <https://goo.gl/ESmeHS> [2017, 23 de marzo]

Morningstar, Inc. (2012). *Morningstar Analyst Rating™ for Funds Methodology Document*, [en línea]. Disponible en: <https://goo.gl/I72ONn> [2017, 28 de marzo]

Morningstar Inc. (2017). Company information. España: *Morningstar España*. Recuperado de: <https://goo.gl/bkLahH> [2017, 27 de marzo]

Sáenz de Cenzano, J. (2011). Nuevo Rating Cualitativo Morningstar. España: *Morningstar España*. Disponible en: <https://goo.gl/jdirLk> [2017, 28 de marzo]

Soldevilla García, E. (1999). *Los Fondos de Inversión: Gestión y Valoración*. España: Ediciones Pirámide.

Parlamento Europeo y Consejo de la Unión Europea (2009, 16 de septiembre). Reglamento (CE) 1060/2009. En *Diario Oficial de la Unión Europea [en línea]*. Disponible en: <https://goo.gl/j4uZvF> [2017, 14 de marzo]

Standard and Poor's (s.f.). *Guía sobre los criterios de las Calificaciones Crediticias*, [en línea]. Disponible en: <https://goo.gl/ppFCzR> [2017, 16 de febrero]

Standard and Poor's (s.f.). *Criterios de Calificación para Fondos Comunes de Inversión y Carteras de Activos*, [en línea]. Disponible en: <https://goo.gl/68TTaF> [2017, 18 de marzo]

Standard and Poor's (2016). *Definiciones de Calificaciones de S&P Global Ratings*. Disponible en: <https://goo.gl/fgnjl4> [2017, 16 de febrero]

Tribunal de Cuentas Europeo. (2015). *Supervisión por la UE de las agencias de calificación crediticia: un procedimiento bien asentado, pero todavía no plenamente eficaz*, [en línea]. Luxemburgo: TCE. Disponible en: <https://goo.gl/pUe9Im> [2017, 4 de marzo]

Vallejo Alonso, B., & Solórzano García, M. (2014). *Gestión Patrimonial y Banca Privada*. España: Ediciones Pirámide.

VDOS (2017). *VDOS: Nuestra empresa*. España: VDOS: *soluciones, datos y análisis para la gestión de activos*. Disponible en: <https://goo.gl/jMgQTn> [2017, 1 de abril]

Anexo I: Muestra del estudio empírico.

Fondo de inversión	Morningstar Rating	Morningstar Analyst Rating	Rentabilidad
BlackRock Global Funds - European Focus Fund C2 EUR	3	4	2
BlackRock Global Funds - European Focus Fund C2 EUR USD	3	4	2,07
BlackRock Global Funds - European Fund C2	2	4	2,15
BlackRock Global Funds - European Fund C2 USD	2	4	2,19
Morgan Stanley Investment Funds European Equity Alpha Fund B	2	3	2,51
BlackRock Global Funds - European Focus Fund E2 EUR	3	4	2,79
BlackRock Global Funds - European Fund E2 EUR	3	4	2,92
BlackRock Global Funds - European Focus Fund A2 EUR	4	4	3,31
BlackRock Global Funds - European Focus Fund A2 EUR USD	3	4	3,35
BlackRock Global Funds - European Fund A4 EUR	2	4	3,43
BlackRock Global Funds - European Fund A2	3	4	3,43
BlackRock Global Funds - European Fund A4RF GBP	2	4	3,48
BlackRock Global Funds - European Fund A2 USD	3	4	3,48
Morgan Stanley Investment Funds European Equity Alpha Fund A	3	3	3,54
Odey European Focus Fund B EUR Inc	4	3	3,6
BlackRock Global Funds - European Focus Fund D2	3	4	4,07
Odey European Focus Fund A GBP Inc	4	3	4,11
Morgan Stanley Investment Funds European Equity Alpha Fund I	3	3	4,12
BlackRock Global Funds - European Focus Fund D2 USD	3	4	4,13
Odey European Focus Fund A EUR Inc	4	3	4,14
BlackRock Global Funds - European Fund D2RF	4	4	4,21
BlackRock Global Funds - European Fund D4RF GBP	2	4	4,26
BlackRock Global Funds - European Fund D2RF USD	4	4	4,26
BlackRock Global Funds - European Focus Fund I2	3	4	4,35
BlackRock Global Funds - European Focus Fund I2 USD	3	4	4,39
Schroder International Selection Fund European Opportunities A GBP Inc	2	3	4,45
Schroder International Selection Fund European Opportunities A EUR Inc	4	3	4,47
Schroder International Selection Fund European Opportunities A EUR Acc	2	3	4,48
T. Rowe Price Funds SICAV - European Equity Fund A EUR	3	3	4,48
BlackRock Global Funds - European Fund I2 EUR	3	4	4,48
Schroder International Selection Fund European Opportunities A USD Inc	4	3	4,53

JPMorgan Funds - Europe Dynamic Fund D (acc) - EUR	3	3	4,86
Fidelity Funds - European Fund E-Acc-EUR	3	4	4,97
T. Rowe Price Funds SICAV - European Equity Fund Q EUR	3	3	5,12
BlackRock Global Funds - European Fund X2	3	4	5,27
BlackRock Global Funds - European Focus Fund X2 EUR	3	4	5,41
T. Rowe Price Funds SICAV - European Equity Fund I EUR	4	3	5,41
UBS (Lux) Equity Fund - European Opportunity (EUR) P-acc	3	3	5,56
Schroder International Selection Fund European Opportunities C USD Inc	4	3	5,75
Fidelity Funds - European Fund A-Acc-EUR	3	4	5,77
Schroder International Selection Fund European Opportunities C EUR Acc	4	3	5,79
Schroder International Selection Fund European Opportunities C GBP Inc	5	3	5,82
JPMorgan Funds - Europe Dynamic Fund A (dist) - EUR	4	3	5,92
JPMorgan Funds - Europe Dynamic Fund A (acc) - EUR	4	3	5,93
JPMorgan Funds - Europe Dynamic Fund A (dist) - GBP	4	3	5,93
JPMorgan Funds - Europe Dynamic Fund A (acc) - USD	3	3	5,94
Henderson Horizon Pan European Equity Fund X2 EUR Acc	4	4	5,98
UBS (Lux) Equity SICAV - European Opportunity Unconstrained (EUR) N-ac	3	3	6,06
Fidelity Funds - European Fund A-Acc-USD	3	4	6,42
UBS (Lux) Equity SICAV - European Opportunity Unconstrained (EUR) P-ac	4	3	6,54
Fidelity Funds - European Fund Y-Acc-EUR	4	4	6,54
Henderson Horizon Pan European Equity Fund A2 USD Acc	4	4	6,56
Henderson Horizon Pan European Equity Fund A2 EUR Acc	4	4	6,59
Henderson Horizon Pan European Equity Fund A1 EUR Inc	4	4	6,61
UBS (Lux) Equity Fund - European Opportunity (EUR) Q-acc	4	3	6,64
UBS (Lux) Equity Fund - European Opportunity (EUR) I-A1-acc	4	3	6,71
JPMorgan Funds - Europe Dynamic Fund C (acc) - USD	3	3	6,76
JPMorgan Funds - Europe Dynamic Fund C (acc) - EUR	5	3	6,77
JPMorgan Funds - Europe Dynamic Fund I (dist) - EUR	4	3	6,82
JPMorgan Funds - Europe Dynamic Fund I (acc) - EUR	5	3	6,84
JPMorgan Funds - Europe Dynamic Fund I (acc) - USD	3	3	6,86
JPMorgan Funds - Europe Dynamic Fund I (dist) - GBP	3	3	6,86
MFS® Meridian Funds - European Research Fund Class B1 USD	4	4	7,09
Jupiter Global Fund - Jupiter European Opportunities - Class L GBP A I	4	4	7,27

Invesco Funds - Invesco European Growth Equity Fund E Accumulation EUR	4	4	7,31
Jupiter Global Fund - Jupiter European Opportunities - Class L EUR Acc	4	4	7,38
MFS® Meridian Funds - European Research Fund Class N1USD	4	4	7,4
Henderson Horizon Pan European Equity Fund I2 EUR Acc	4	4	7,46
Henderson Horizon Pan European Equity Fund I2 USD Acc	4	4	7,46
MFS® Meridian Funds - European Research Fund Class N1EUR	4	4	7,5
Henderson Horizon Pan European Equity Fund M2 EUR Acc	4	4	7,59
Henderson Horizon Pan European Equity Fund G2 EUR Acc	4	4	7,61
UBS (Lux) Equity SICAV - European Opportunity Unconstrained (EUR) Q-ac	5	3	7,64
M&G Pan European Select Fund Euro A Acc	3	3	7,65
JPMorgan Funds - Europe Dynamic Fund X (acc) - EUR	4	3	7,71
UBS (Lux) Equity Fund - European Opportunity (EUR) U-X-acc	5	3	7,78
MFS® Meridian Funds - European Research Fund Class A1 USD	5	4	7,92
MFS® Meridian Funds - European Research Fund Class A1 EUR	5	4	8,03
Jupiter Global Fund - Jupiter European Opportunities - Class D EUR Acc	5	4	8,04
Invesco Funds - Invesco European Growth Equity Fund A Accumulation EUR	5	4	8,12
Jupiter Global Fund - Jupiter European Opportunities - Class I EUR Acc	5	4	8,24
Robeco QI European Conservative Equities B €	4	3	8,25
Robeco QI European Conservative Equities D \$	4	3	8,25
Robeco QI European Conservative Equities D €	4	3	8,26
M&G Pan European Select Fund Euro C Acc	4	3	8,46
Invesco Funds - Invesco Pan European Structured Equity Fund E Accumula	5	4	8,53
Invesco Funds - Invesco European Growth Equity Fund C Accumulation EUR	5	4	8,66
Robeco QI European Conservative Equities I \$	5	3	8,83
Robeco QI European Conservative Equities I €	5	3	8,83
MFS® Meridian Funds - European Research Fund Class I1 USD	5	4	9,08
MFS® Meridian Funds - European Research Fund Class I1 GBP	5	4	9,09
MFS® Meridian Funds - European Research Fund Class I1 EUR	5	4	9,21
Invesco Funds - Invesco Pan European Structured Equity Fund A Annual D	5	4	9,54
Invesco Funds - Invesco Pan European Structured Equity Fund A Accumula	5	4	9,56
Invesco Funds - Invesco Pan European Structured Equity Fund C Accumula	5	4	10,1